

”Les causes économiques et politiques de la crise financière de 2008”

Marie Daumal

▶ **To cite this version:**

Marie Daumal. ”Les causes économiques et politiques de la crise financière de 2008”. 2022. hal-03759869

HAL Id: hal-03759869
https://hal.science/hal-03759869

Preprint submitted on 24 Aug 2022

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

“Les causes économiques et politiques de la crise financière de 2008”

Auteur : Marie DAUMAL

marie.daumal@univ-paris8.fr

Affiliation : Maître de conférences à l’Université de Paris 8 Vincennes Saint-Denis

Juin 2022

Ce document est la traduction en français du papier original **“*The economic and political causes of the 2008 U.S. financial crisis*”** écrit par le même auteur.

Résumé

En octobre 2008, le système financier des Etats-Unis d’Amérique se trouvait au bord de l’effondrement. De grandes banques auraient fait faillite sans l’aide financière massive du gouvernement américain. La littérature économique, composée de rapports officiels, de livres et d’articles académiques, a tenté d’identifier les causes de la crise financière de 2008 : une déréglementation inappropriée du système financier et bancaire, une supervision faible du système de la part des régulateurs, une prise de risque excessive des banques conjugée à un effet de levier trop élevé, des inégalités croissantes aux Etats-Unis, etc.

Notre travail est composé de deux parties. Dans la première, nous avons réalisé une synthèse sur les causes économiques de la crise de 2008 en nous basant sur le rapport d’enquête des autorités fédérales américaines - intitulé “*Report of the Financial Crisis Inquiry Commission*” -, sur les documents publiés par le Fonds Monétaire International après 2008 ainsi que sur le livre du Prix Nobel d’économie, M. Joseph Stiglitz. La seconde partie aborde les causes politiques de la crise. L’idéologie dominante « pro-marché », les financements de campagnes électorales par le secteur financier privé, les activités de lobbying ainsi que les allers-retours professionnels des politiques entre *Wall Street* et Washington pourraient expliquer en grande partie la déréglementation inappropriée du système financier américain intervenue entre les années 1980 et 2008, ayant conduit à cette crise.

Table des matières

Introduction 3

1. Les causes économiques de la crise financière 7

1.1 Les échecs de la régulation et de la supervision 8

1.1.1 Les normes de prêt bancaire 9

1.1.2 La titrisation des crédits immobiliers 11

1.1.3 Un effet de levier excessif dans le système bancaire américain 15

1.1.4 Les banques et les institutions financières too big to fail 17

1.2 Le rôle joué par les agences de notation 19

1.3 Les rémunérations dans le système financier américain 22

1.4 La Réserve fédérale et la politique monétaire 23

1.5 La fraude financière 24

1.6 Les inégalités aux Etats-Unis et la vie à crédit 28

1.7 Résumé et analyse sur les causes économiques de la crise 30

2. Le rôle du système politique américain dans la genèse de la crise financière 32

2.1 La déréglementation voulue par les dirigeants politiques américains depuis 1980 32

2.2 Pourquoi les politiques ont-ils déréglementé depuis les années 1980 ? 35

2.2.1 Une idéologie économique en faveur de la déréglementation 35

2.2.2 Les financements privés de campagne électorale 39

2.2.3 Les activités de lobbying du secteur financier 43

2.2.4 Les allers-retours professionnels entre Wall Street et Washington 47

Conclusion 51

Introduction

En 2008, les Etats-Unis d'Amérique ont connu leur plus grande crise financière depuis le *krach* de 1929. Un grand nombre d'institutions financières, des banques et des compagnies d'assurance, se sont retrouvées au bord de la faillite et n'ont échappé à celle-ci qu'au prix de renflouages publics ou de rachats par des consœurs. Pour donner un exemple parmi beaucoup d'autres, la banque d'investissement *Bear Stearns*, fondée en 1923, fit faillite en mars 2008 et fut, dans la foulée, rachetée en urgence par une autre banque d'investissement, *JP Morgan Chase*. L'emblématique banque *Lehman Brothers*, fondée en 1850 et qui était en 2008 la quatrième plus grande banque d'investissement américaine, fit faillite le 15 septembre 2008. Le gouvernement américain prit la décision de ne pas la sauver. Un jour plus tard, le 16 septembre 2008, la Réserve fédérale américaine accorda en revanche un prêt de 85 milliards de dollars U.S. à la compagnie d'assurance *American International Group* (AIG) afin que celle-ci échappe à la banqueroute. Un vent de panique souffla alors sur le système financier américain.

En témoignant devant la Commission d'enquête sur la crise américaine (FCIC 2011, p. 389), le dirigeant de *Bank of America*, Brian Moynihan, décrit l'impact de la crise financière sur l'économie américaine : « *Tout au long de cette crise, nous, en tant qu'industrie, avons provoqué beaucoup de dégâts. Il n'a jamais été aussi clair que les mauvaises décisions que nous avons prises ont grandement affecté Main Street* ». Le terme « Main Street » en opposition à celui de « Wall Street » désigne aux Etats-Unis les entreprises ordinaires et l'économie réelle en général. Aux Etats-Unis, des millions de personnes ont perdu brutalement leur emploi, n'ont plus été en mesure de rembourser leurs crédits immobiliers et ont perdu leur maison. Le taux de chômage atteignit 10,1 % en octobre 2009, alors qu'il n'était que de 4,5 % en 2007. Toujours selon le rapport de la Commission d'enquête que nous désignons par FCIC pour « Financial Crisis Inquiry Commission », entre 8 et 13 millions de saisies immobilières ont eu lieu aux Etats-Unis en 2011, causant une détresse certaine dans les familles concernées.

Quels sont les facteurs de la crise financière américaine de 2008 ? Gorton et Metrick (2012) et Lo (2012) ont publié une revue partielle de la littérature portant sur les causes. Gorton et Metrick (2012) ont analysé quatre documents, dont ceux de Reinhart et Rogoff (2008) et de Pozsar (2011), et ont conclu que la crise financière était la conséquence d'un surendettement de court-terme des banques américaines et d'une expansion incontrôlée des crédits immobiliers ayant entraîné la

création d'une bulle immobilière. Le niveau d'endettement des banques et des ménages américains est pour Gorton et Metrick (2012) la clé de compréhension de la crise. Toutefois, les deux auteurs n'abordent dans leur papier ni le rôle de la Banque Centrale américaine ni celui des agences de notation dans le déclenchement de la crise. Lo (2012) a établi de son côté la revue de onze livres, tous écrits par des économistes (tels que Johnson et Kwak 2010 ; Rajan 2010 ; Roubini et Mihm 2010 ; ou encore Stiglitz 2010), et a conclu qu'aucun récit unique ne permettait d'expliquer la survenue de cet événement, chaque économiste semblant avoir trouvé sa propre explication. Il apparaît en effet que chaque économiste tend à se focaliser sur une ou deux causes particulières, différentes selon les auteurs, et qu'il n'y a pas de consensus sur les causes majeures de la crise. Dans son travail, Lo (2012) énumère les principaux facteurs de la crise retenus par les différents auteurs de livres sur la crise: la prise de risque excessive des banques, l'effet de levier, les institutions financières dites *too big to fail*, les structures de rémunération à l'intérieur des banques et l'opacité de la titrisation des crédits *subprimes*.

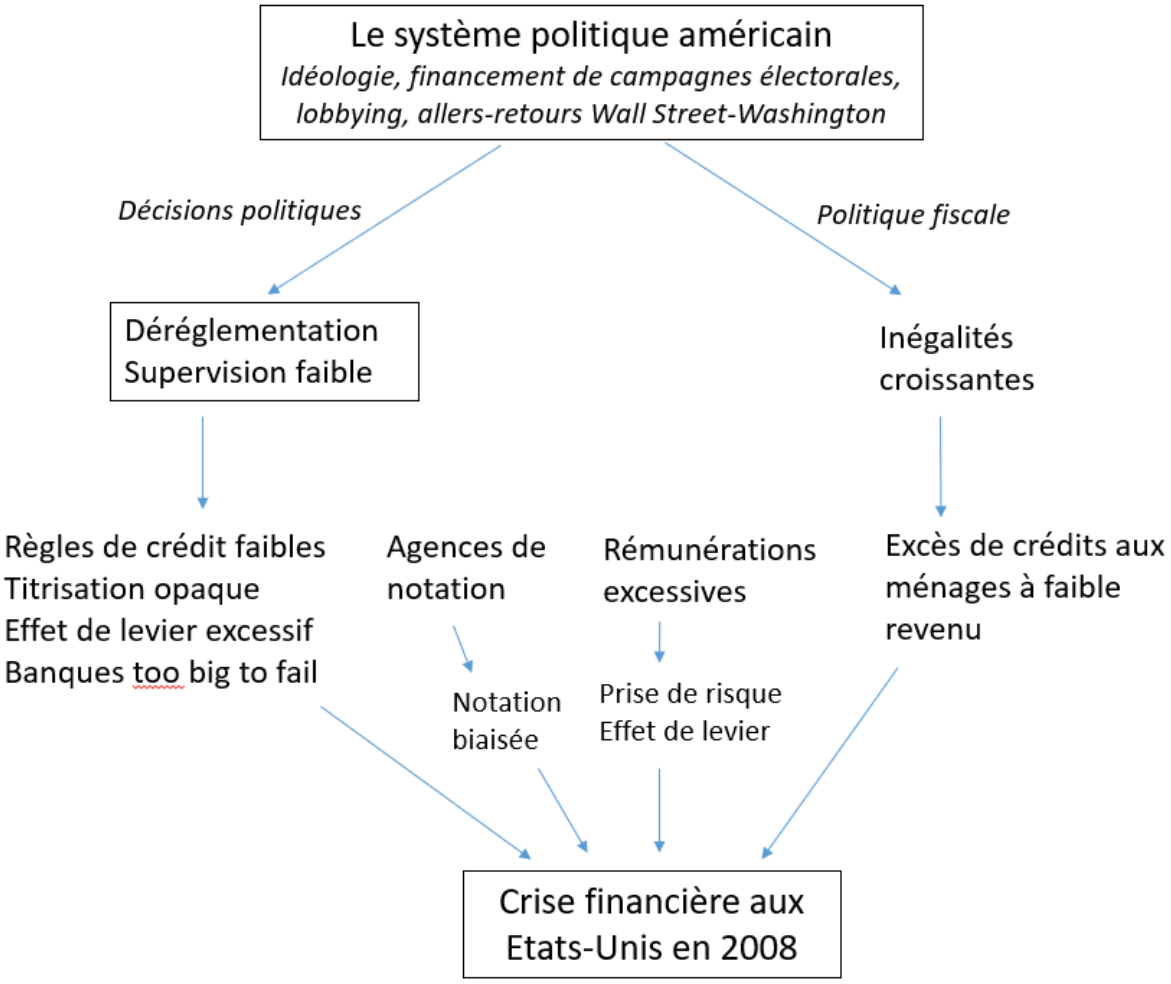
Notre papier a pour ambition de prolonger le travail de revue réalisé par Lo (2012) en étudiant les trois sources citées ci-après : le rapport publié par la « Commission d'enquête sur la crise financière » qui sera désigné par l'acronyme FCIC, les documents publiés par le Fonds Monétaire International (FMI) et le livre du Prix Nobel d'économie Joseph Stiglitz (Stiglitz 2010). Nous allons démontrer que, contrairement à Gorton et Metrick (2012) et Lo (2012), un consensus peut être dégagé à la lecture de tous ces travaux. En effet, le rapport de la Commission d'enquête (FCIC 2011), les documents du FMI et Stiglitz (2010) aboutissent à la même conclusion : la déréglementation inadaptée du système financier décidée par le monde politique américain, ainsi que la faible supervision de ce même système par les régulateurs, ont abouti à cette catastrophe financière aux conséquences innombrables.

La déréglementation financière aux Etats-Unis est le résultat de décisions politiques prises depuis les années 1980. Il s'agit de comprendre pour quelles raisons les dirigeants politiques, les sénateurs et les représentants élus, ont pendant plus de 20 ans voté des lois en faveur d'une telle déréglementation. C'est pourquoi, dans la seconde partie de notre travail, nous présentons différents travaux académiques montrant que l'idéologie économique dominante de cette période, prônant l'auto-régulation et le marché libre, les financements privés de campagnes électorales, les activités de lobbying du secteur financier et les allers-retours professionnels des politiques entre *Wall Street* et Washington, expliquent ce processus continu de déréglementation aux Etats-Unis.

Ainsi, la crise financière de 2008 n'a pas seulement des causes économiques, ce sont aussi des décisions politiques qui ont contribué à façonner un système financier spécifique ayant abouti à une crise majeure.

Les mécanismes politiques et économiques ayant provoqué la crise sont schématisés dans la figure 1 (ci-dessous). Les flèches indiquent le sens de causalité.

Figure 1. Les causes principales de la crise financière de 2008



Pourquoi pensons-nous qu'il est important d'identifier au mieux les causes de la crise financière et d'établir un consensus sur le sujet ?

Premièrement, il est nécessaire pour la démocratie que les citoyens des pays touchés par cette débâcle financière puissent connaître les origines de cette crise et savoir qui en sont les principaux responsables. Ceci pourrait influencer les votes lors d'élections futures.

Deuxièmement, identifier la cause d'un problème reste une étape indispensable pour éviter que celui-ci ne se reproduise dans l'avenir. Enfin, le narratif officiel et médiatisé dans le grand public, que ce soit aux Etats-Unis ou en Europe, sur les causes de la crise revêt des enjeux stratégiques et politiques. Certains agents économiques peuvent avoir intérêt à créer et à faire circuler plusieurs narratifs afin de maintenir la confusion dans l'esprit du grand public dans le but d'empêcher la mise en place de réformes qui porteraient atteinte à leurs propres intérêts. Ainsi, si la crise financière de 2008 est expliquée par les experts économiques aux citoyens et aux politiques comme un phénomène purement économique et inévitable, qui est survenu dans le cadre d'un cycle économique typique du capitalisme, alors on peut s'attendre à ce qu'aucune réforme ne soit entreprise par les politiques, ni même demandée par la population, pour empêcher que ne survienne un prochain krach. *A contrario*, si cette crise financière est présentée comme la conséquence directe de la déréglementation décidée par les dirigeants politiques américains, alors les électeurs pourraient éventuellement, informés de cela, faire pression sur les politiques pour que ces derniers effectuent de véritables réformes du système financier afin que plus jamais une telle catastrophe économique n'ait lieu.

1. Les causes économiques de la crise financière

Dans cette première partie, nous avons choisi d'étudier le rapport de la Commission d'enquête américaine sur la crise financière (*Financial Crisis Inquiry Commission*, FCIC 2011), les documents du FMI et l'ouvrage de M. Joseph Stiglitz (2010). Le choix de ces trois sources tient premièrement au fait qu'elles sont connues du monde entier et leur légitimité et crédibilité sont peu discutables. Le FMI est une institution internationale qui a pour principal mandat d'assurer la stabilité financière de l'ensemble du monde, ses économistes et chercheurs sont spécialisés dans la macro-économie, et plus particulièrement dans le domaine de la finance internationale. Les analyses produites par le FMI peuvent avoir un impact sur certains dirigeants politiques et, par conséquent, sur les politiques publiques mises en place. M. Joseph Stiglitz, économiste américain, a reçu le Prix Nobel d'économie en 2001 notamment pour ses travaux sur les marchés imparfaits avec asymétrie d'information. L'idée principale avancée par Stiglitz est que même de petites imperfections de marché comme l'asymétrie d'information peuvent avoir des conséquences importantes sur le bon fonctionnement d'un marché. Son expertise a grandement contribué à la compréhension de la crise financière. Enfin, la Commission d'enquête sur la crise financière, composée de dix personnes, six désignées par les élus démocrates et quatre par les élus républicains, fut mise en place en 2009 par le Congrès américain afin d'enquêter sur les causes de la crise financière et économique de 2008. Le rapport publié par la Commission en janvier 2011 est en accès libre sur internet, il s'agit d'un document de 662 pages, le résultat d'un travail d'enquête gigantesque conduit par une équipe de 90 chercheurs et économistes. La Commission a auditionné 700 témoins et acteurs clés de la crise, des professionnels travaillant pour les banques, les agences de notations ou les institutions de régulation. Alors que les travaux du FMI semblent plutôt désincarnés, donnant l'impression que les grands mécanismes économiques existent et évoluent par eux-mêmes, sans aucune intervention humaine, le rapport de la Commission d'enquête nous fait plonger au contraire dans la réalité de *Wall Street* en décortiquant les actions des principaux acteurs de ce drame économique.

Deuxièmement, nous avons sélectionné ces trois sources car elles expriment des sensibilités politiques différentes : la Commission d'enquête était plutôt équilibrée puisqu'elle était constituée de personnes démocrates et républicaines, M. Joseph Stiglitz se situe plutôt « à gauche » de l'échiquier politique, tandis que le FMI est d'obédience libérale. Ainsi, si ces trois sources, issues

de camps opposés, aboutissent aux mêmes conclusions sur les causes de la crise, il ne sera pas possible de les déconsidérer en invoquant un parti pris idéologique particulier.

1.1 Les échecs de la régulation et de la supervision

Suite à la Grande Dépression du début des années 1930, des réglementations furent mises en place aux Etats-Unis afin d'assurer la stabilité du secteur financier de façon pérenne et d'éviter à l'avenir des krachs boursiers comme celui qui survint en octobre 1929, lors du fameux « jeudi noir ». La déréglementation de ce secteur ne commença que dans les années 1980, lors du mandat du président Ronald Reagan, et s'accentua au cours des décennies suivantes. Dans leurs écrits, le FMI, la FCIC (2011) et Stiglitz (2010) reconnaissent que la déréglementation et la faible supervision sont les causes principales de la crise financière de 2008. Selon le FMI (2009), le principal coupable est la réglementation défaillante. Dans un discours tenu en 2010, Dominique Strauss-Kahn, alors directeur du FMI, déclarait :

> "*L'apparition de la crise est clairement liée à une réglementation financière et une supervision insuffisantes. Soutenues par un optimisme sans limite concernant les hausses des prix des actifs et les fortunes économiques qui en résultaient, les institutions financières ont pris des risques sans précédent. Elles se sont livrées à de l'ingénierie financière complexe qui a augmenté et dissimulé le risque. Les régulateurs et les superviseurs n'ont pas été assez vigilants. Dans de nombreux cas, ils ont adhéré à cette culture de la déréglementation et ont adhéré à la croyance que les marchés financiers pouvaient s'autoréguler de manière efficace*." (Strauss-Kahn, 2010)

Le FMI (2008) indique que les normes prudentielles et la surveillance du marché étaient insuffisantes, ce qui a rendu le système vulnérable et la prise de risque excessive. La FCIC (2011, p. xviii) pointe également du doigt l'échec des institutions de régulation en écrivant :

> "*Trente années de déréglementation et de confiance en l'auto-régulation des institutions financières, largement promues par l'ancien président de la Réserve fédérale Alan Greenspan et d'autres, encouragées par les administrations et les Congrès successifs, et activement soutenues par la puissante industrie financière, ont enlevé les principales mesures de protection qui auraient pu éviter la catastrophe.*"

Stiglitz (2010) estime quant à lui que la déréglementation et la faible supervision des marchés ont conduit à des pratiques de crédit prédatrices dans les banques et à une prise de risque excessive.

1.1.1 Les normes de prêt bancaire

Dès 2008, le FMI a écrit que les régulateurs n'avaient pas assez pris en compte les innovations de l'industrie financière dans le domaine du crédit hypothécaire immobilier, ce qui avait permis de nombreux abus et des prises de risque excessives de la part des créanciers et ménages emprunteurs. Le FCIC (2011) et Stiglitz (2010) ont mis en évidence dans leurs études l'échec de la Réserve fédérale américaine à contenir à un niveau raisonnable le stock total et le flux annuel des crédits immobiliers toxiques et la hausse des prix des maisons qui en résultait.

Entre 2001 et 2007, il y eut indubitablement un assouplissement des critères d'octroi des crédits immobiliers hypothécaires. Le risque que le ménage emprunteur ne rembourse pas à la banque son prêt immobilier s'est considérablement accru durant cette période du fait que les courtiers et prêteurs ne vérifiaient plus vraiment la capacité de remboursement des emprunteurs. Certains crédits immobiliers étaient accordés aux ménages sans aucune demande de pièces justificatives telles que des bulletins de paie ou un contrat de travail. Les prêts qui furent appelés par la suite les prêts « Ninja » - pour « *No income, no job, no assets* » - étaient en réalité des crédits accordés à des ménages et à des particuliers sans emploi et sans revenu stable. Les principaux prêteurs hypothécaires étaient à l'époque les entreprises suivantes : Ameriquest, Countrywide, Fremont, New Century et Long Beach. Chez New Century, par exemple, 40 % des crédits immobiliers avec hypothèque sur la maison auraient été accordés sans ou avec très peu de pièce justificative. D'après le FCIC (2011), il y avait également des prêts « menteurs » : les courtiers encourageaient les ménages emprunteurs à mentir et à exagérer leur niveau de revenus sur leur déclaration au moment de la signature du contrat. Toujours selon le FCIC (2011), certains courtiers auraient même abusé de la vulnérabilité des personnes dont l'anglais n'était pas la langue maternelle, ou de personnes très âgées, ou ayant un très faible niveau d'éducation, pour falsifier les documents apportés par les emprunteurs en indiquant des revenus qui en réalité n'existaient pas

L'autre spécificité de ces prêts hypothécaires était de proposer un taux d'intérêt variable : au début, la mensualité à rembourser chaque mois était faible, un bon moyen pour séduire l'emprunteur, mais le taux d'intérêt augmentait progressivement par la suite, si bien que la mensualité pouvait devenir impossible à rembourser par l'emprunteur à brève ou moyenne

échéance. Le FCIC (2011) a montré que les défauts de paiement ayant entraîné la crise financière de 2008 concernaient essentiellement les prêts hypothécaires à taux d'intérêt variable accordés aux ménages à faible revenu, dit prêts *subprimes*. En 2010, 42 % des prêts immobiliers de type *subprimes* se trouvaient encore en défaut de paiement. En guise de comparaison, seulement 20 % des crédits immobiliers proposés aux ménages les plus modestes avec un taux d'intérêt fixe se trouvaient en défaut durant cette même année 2010. Toujours en 2010, 19 % des prêts immobiliers accordés aux ménages de la classe moyenne avec taux d'intérêt variable, dits prêts *primes*, et 5 % des prêts avec taux d'intérêt fixe, se trouvaient en défaut. Les courtiers en crédit immobilier et l'industrie du crédit ont poussé certains ménages emprunteurs vers un crédit immobilier qui était en réalité insoutenable pour eux. Bucks et Pence (2008) ont montré dans leur étude que 38 % des emprunteurs ayant souscrit un crédit immobilier hypothécaire avec taux d'intérêt variable n'ont pas compris lors de la signature que leur taux d'intérêt risquait très fortement d'augmenter dans un futur proche. Le FMI (2009a) a constaté après coup que les courtiers et l'industrie du crédit aux États-Unis n'avaient, avant la crise, aucune incitation, ni aucune obligation, à se montrer prudents, tout semblait permis. Le FMI a reconnu, mais un peu tard, qu'il n'existait aucune mesure de protection pour les emprunteurs, aussi modestes soient-ils.

Selon le FCIC (2011), le niveau d'endettement global lié aux prêts immobiliers avec hypothèque est passé de 5,3 trillions de dollars en 2001 (1 trillion correspondant aux Etats-Unis à 1000 milliards) à 10,5 trillions en 2007. Le niveau d'endettement par ménage lié au crédit immobilier avec hypothèque est passé, lui, dans le même temps de 91 500 dollars à 149 500 dollars. Au niveau national, le prix des maisons individuelles a bondi de 152 % en moyenne entre 1997 et 2006. En Californie, par exemple, une maison payée 200 000 dollars en 1995 avait une valeur de 455 000 dollars en 2004.

De façon surprenante, cette dégradation dans les conditions de prêt était chose connue aux Etats-Unis, et ce dès 2003, mais les différentes alertes lancées par des personnes travaillant dans l'audit interne de l'industrie du crédit n'ont pas été prises en compte par les autorités. Le FCIC (2011) relate que des salariés de l'industrie du crédit, des banques et des agences de notation, avaient tenté d'alerter leurs supérieurs sur l'existence d'une bulle immobilière, avant 2006, et sur l'imminence d'une grave crise causée par les crédits immobiliers hypothécaires. Mais ces appels étaient ignorés et les lanceurs d'alerte le plus souvent marginalisés au sein de leur entreprise par leurs supérieurs hiérarchiques, car ce type d'information menaçait leurs affaires qui se révélaient alors très

lucratives. La réalité est que beaucoup de gens savaient, avant 2007, que les crédits *subprimes* étaient des actifs financiers très risqués. Le FCIC (2011) a montré que dès 2002 la Réserve fédérale américaine avait été informée des pratiques frauduleuses de l'industrie du crédit. Ainsi, Edward Gramlich, l'un des gouverneurs de la Réserve fédérale, avait alerté en 2002 la Banque Centrale des risques importants qu'entraînaient les crédits *subprimes* et il raconte que ses efforts pour informer des risques encourus et pour mieux réguler l'industrie financière avaient échoué car Alan Greenspan s'y était alors opposé. Richard Breeden, qui était à la tête de la *Securities and Exchange Commission* entre 1989 et 1993, déclara en 2010 lors d'une audition devant la Commission d'Enquête sur le crise financière :

"*Tout le monde était au courant qu'il y avait une bulle de crédit. On ne peut pas regarder cela en face et dire ensuite que les régulateurs ont fait leur travail. Tout le monde était au courant du problème. Cela ne se passait pas sur Mars ou sur Pluton, ou je ne sais où. C'était ici. On ne peut pas accorder des milliers de milliards de prêts immobiliers et passer inaperçu*" (FCIC 2011, p. 4).

Une des missions de la Banque Centrale américaine est de garantir la stabilité globale du système financier, mais aussi de garantir aux emprunteurs une protection. Des règles élémentaires telles que vérifier le revenu de l'emprunteur, exiger et contrôler les pièces justificatives, s'assurer que le revenu du ménage permettra le remboursement du prêt même si le taux d'intérêt augmentait, de telles règles de base auraient *a priori* suffi pour contenir la prise de risque et éviter un trop plein d'emprunts toxiques. Le FCIC (2011) a estimé que la crise de 2008 aurait pu être évitée par une régulation plus appropriée et une supervision plus sérieuse des conditions d'emprunt, d'autant plus que la Réserve fédérale avait été informée des pratiques en cours. Suite à cette véritable défaillance de la Réserve fédérale, le FMI (2009b) a conseillé que le régulateur réagisse rapidement à l'avenir si des pratiques dangereuses devaient être identifiées. En l'absence de régulation appropriée, le volume des crédits risqués augmenta fortement entre 2001 et 2007 et ces actifs financiers toxiques ont ensuite essaimé dans le système financier américain et mondial.

1.1.2 La titrisation des crédits immobiliers

La titrisation est une technique financière qui transforme les crédits bancaires immobiliers en des actifs financiers que le propriétaire de l'actif peut revendre sur le marché financier mondial.

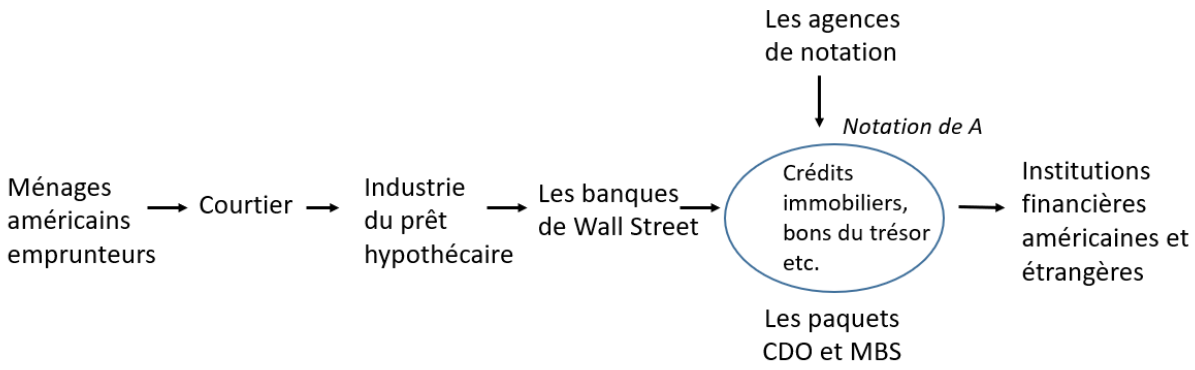
Une banque en charge de la titrisation crée un « paquet financier » dans lequel elle place des crédits immobiliers de type *primes* ou *subprimes*, auxquels elle peut ajouter des crédits automobiles ou encore des prêts étudiants. Ce paquet financier contenant des actifs très divers est ensuite revendu sur le marché financier mondial à des investisseurs. Une fois que les investisseurs ont acheté ce paquet financier, ils deviennent *de facto* les nouveaux créanciers des ménages emprunteurs. Le crédit a donc changé de prêteur. Tout au long de ce papier, nous appellerons ainsi « titrisation » le processus financier par lequel les créanciers des crédits immobiliers déjà cités plus haut (New Century, Fremont, Ameriquest, etc.) ont revendu ces crédits à des banques de Wall Street qui se sont ensuite chargées de les titriser, pour les vendre à leur tour sur le marché financier mondial. Ces banques ont créé des paquets financiers nommés « *Mortgage-backed securities* » (MBS) et « *collateralized-debt obligations* » (CDO) : les MBS contenaient un grand nombre de crédits immobiliers avec hypothèque et les CDO contenaient les crédits immobiliers les plus risqués, notamment les prêts *subprimes* à taux variable. Ces paquets MBS et CDO ont été vendus à des investisseurs qui, étant ainsi devenus les créanciers des ménages emprunteurs, pouvaient à tout moment exiger le remboursement du principal et des intérêts. A la fin du processus de titrisation, les banques d'investissement et de nombreuses autres institutions financières de par le monde détenaient des crédits toxiques américains dans leur portefeuille de produits.

Pour le FMI (2008a), la titrisation est l'un des facteurs-clés de la crise financière de 2008, et ce pour deux raisons principales : (i) la complexité et l'opacité des produits financiers MBS et CDO créés et mis sur le marché par les banques et (ii) les problèmes d'asymétrie d'information et les mauvaises incitations qui ont caractérisé ce processus de titrisation. Stiglitz (2010) a montré que la titrisation des crédits immobiliers a, d'une part, fortement modifié le lien entre le ménage emprunteur et le prêteur et, d'autre part, aggravé le problème d'asymétrie d'information entre ces deux parties. De plus, le FCIC (2011) a estimé que la titrisation des crédits immobiliers hypothécaires a favorisé la dégradation des conditions d'octroi de ces crédits.

Selon les chiffres donnés par le FCIC (2011), environ 75 % des crédits immobiliers de type *subprimes* ont été titrisés, et 80 % des crédits titrisés avaient obtenu la note maximale « AAA » de la part des agences de notation avant d'être proposés aux investisseurs. Les banques chargées de titriser ces crédits immobiliers étaient principalement les banques de Wall Street : Bear Stearns, Citybank, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Lehman Brothers et Merrill Lynch. Merrill Lynch, Goldman Sachs et Citigroup représentaient à elles trois 30 % des CDO constitués entre 2004 et

2007. Les investisseurs qui ont acheté ces CDO jusqu'en 2008 étaient américains et étrangers : par exemple, le système de retraite du Kentucky, le système de retraite des enseignants de Californie, des fonds d'investissement d'universités américaines, des fonds d'investissement chinois, mais aussi des banques françaises, allemandes ou italiennes. Ainsi, le processus de titrisation (cf. figure 2 ci-dessous) a permis aux crédits immobiliers américains toxiques de voyager aux quatre coins du monde :

Figure 2. La titrisation et le passage de main en main des crédits immobiliers américains



Selon le FMI (2008a), c'est l'ensemble des acteurs de la chaine de titrisation qui avaient de mauvaises incitations et qui peuvent être considérés comme responsables des abus mis en lumière. Le courtier qui travaillait pour l'industrie du prêt immobilier touchait une prime dès lors qu'un ménage emprunteur signait un contrat de crédit. Cette prime était proportionnelle à la somme d'argent prêtée. Le FCIC (2011) indique que les honoraires des courtiers variaient de 0,2 % à 1,5 % du montant prêté en dollar, le courtier avait donc un intérêt personnel fort à démarcher de nombreux emprunteurs et à ce que ces ménages empruntassent beaucoup d'argent. A l'étape suivante, l'industrie du prêt hypothécaire revendait ces crédits toxiques aux banques de Wall Street. De fait, l'incitation à la prudence était faible pour le premier créancier du ménage puisque ces entreprises du prêt hypothécaire se débarassaient, en les vendant, des mauvais crédits immobiliers. A leur tour, les banques de Wall Street gagnaient de grosses sommes d'argent en titrisant ces crédits

immobiliers hypothécaires en les revendant à divers investisseurs sous forme de MBS et de CDO. Les agences de notation, elles aussi, avaient de mauvaises incitations puisque plus il y avait de CDO et de MBS à noter, plus les profits des agences de notation augmentaient. En effet, noter un paquet financier contenant 1 milliard de dollars de prêts rapportait environ 10 millions de dollars à une agence. En bout de chaîne, les investisseurs achetaient les MBS et CDO en toute confiance, car ces produits avaient reçu la note maximum « AAA » et présentaient des taux de rendement très attractifs, bien supérieurs à ceux des obligations souveraines américaines. En résumé, plus il y avait de crédits immobiliers octroyés aux Etats-Unis, et peu importe leur qualité, plus les acteurs de la chaîne de titrisation gagnaient de l'argent. Le FMI (2008a), bien qu'il n'ait jamais remis formellement en cause le principe de la titrisation - un processus qui permet théoriquement de diversifier le risque entre un grand nombre de produits financiers et d'investisseurs – a pointé la dégradation des pratiques lors de l'octroi des prêts, concomitante à la création de paquets MBS et CDO tellement opaques et incompréhensibles, qu'il devenait difficile d'en estimer le risque réel.

Pourtant, les banques qui titrisaient les crédits immobiliers hypothécaires au cours des années 2000 avaient conscience du risque que ces actifs faisaient courir aux investisseurs et, partant, aux ménages. En mai 2005, l'un des dirigeants du fonds d'investissement PIMCO, M. Scott Simon, déclara au milieu d'une réunion qui se déroulait en présence de représentants des institutions financières de Wall Street : « *Il y a énormément de risque actuellement dans ce secteur* », ajoutant : « *tout cela fait gagner trop d'argent aux managers* […] *Les gens feront tout ce qu'il faut faire pour gagner encore plus d'argent* ». En 2005, le fonds PIMCO annonça qu'il cessait de titriser les crédits immobiliers à travers les CDO. M. Scott Simon déclara au FCIC (2011, p. 190) que PIMCO ne voulait pas mettre en danger son portefeuille de produits et sa réputation sous prétexte de gagner plus d'argent. Plusieurs autres témoignages rapportés dans le FCIC (2011) illustrent le fait qu'à Wall Street, dès le début des années 2000, de nombreuses personnes étaient informées que les crédits immobiliers hypothécaires étaient des actifs douteux. Dès l'année 2006, certains ménages américains ont commencé à cesser de rembourser leur crédit immobilier en raison de l'augmentation très importante de leur taux d'intérêt. A partir de cette date, les investisseurs qui détenaient des crédits immobiliers américains ont commencé à perdre de l'argent. Ce moment marque le début réel de la crise financière de 2008.

Pour Stiglitz (2010), la titrisation a fortement aggravé le problème d'asymétrie d'information entre l'emprunteur et le prêteur : Le courtier et, avec lui, tout le secteur du prêt hypothécaire (représenté

par Ameriquest, Countrywide, Fremont, etc.) détenaient les informations sur les ménages emprunteurs et connaissaient le risque réel d'un défaut de remboursement pour un grand nombre d'entre eux. En revanche, les banques de Wall Street chargées de titriser ces crédits, les agences de notation qui les évaluaient, et les investisseurs qui les achetaient en bout de chaîne, ne connaissaient pas les ménages emprunteurs et leur potentielle fragilité financière, et il faut souligner que ces trois acteurs n'ont pasvraiment cherché à connaître le risque lié à ces crédits. De même qu'elles avaient mal évalué et négligé ce risque de défaut, les banques n'avaient pas non plus envisagé la possible baisse du prix des maisons mettant en péril la pertinence de l'hypothèque et de la saisie de la maison par la banque créancière en cas de défaut de remboursement de l'emprunt. Il est probable que les investisseurs du monde entier ignoraient dans les années 2000 qu'ils achetaient aux banques de Wall Street des crédits immobiliers hypothécaires contractés par des ménages américains sans revenu et sans travail, notés « AAA » par les agences de notation malgré les risques encourus. Pourtant, en achetant ces actifs, ils devenaient les créanciers de ménages américains insolvables et l'histoire a montré qu'ils auraient dû prendre plus de précautions au lieu d'investir pour rechercher toujours plus de profit.

Comme nous l'avons vu, le FCIC (2011) et le FMI (2008) ont noté que le fait de pouvoir titriser ces crédits a poussé les courtiers et l'industrie du crédit hypothécaire à accorder toujours plus de crédits risqués à des ménages qui empruntaient au-dessus de leurs moyens. Plus elle accordait de crédits immobiliers, plus cette industrie gagnait de l'argent, sans pour autant assumer les risques, puisque elle vendait rapidement ces crédits toxiques aux banques, les banques étant chargées de les revendre aux investisseurs. *In fine*, tous ceux qui s'étaient fortement enrichis grâce aux crédits de type *subprimes* (courtiers, industrie du crédit et banques) furent les grands gagnants de la crise de 2008 et ont pu garder leur argent personnel, tandis que les investisseurs du monde entier en ont, eux, beaucoup perdu.

1.1.3 Un effet de levier excessif dans le système bancaire américain

L'effet de levier désigne le niveau d'endettement utilisé pour acheter un actif. Par exemple, un effet de levier de 5:1 signifie qu'un actif financier d'une valeur de 5 dollars a été acheté par une banque avec 1 dollar de capital (i.e. l'argent appartenant en propre à la banque) et 4 dollars empruntés (de l'argent que la banque a emprunté sur les marchés financiers). Stiglitz (2010) et le

FCIC (2011) estiment que l'absence de réglementation stricte sur l'effet de levier a conduit les banques américaines à un endettement excessif dans les années 2000, lequel a amplifié la crise financière lorsqu'elle est survenue. Pour le FMI (2009), l'effet de levier excessif et incontrôlé du système financier américain est considéré comme une cause centrale de la crise, car les banques n'avaient pas assez de fonds propres pour surmonter les pertes financières dues au défaut de remboursement des crédits immobiliers. En formulant ses préconisations, le FMI (2009b) a demandé au régulateur américain de limiter à l'avenir l'effet de levier des banques américaines.

En 2007, les cinq plus grandes banques d'investissement de Wall Street (Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch et Morgan Stanley) opéraient avec très peu de capital et beaucoup d'argent emprunté. En effet, pour acheter les crédits immobiliers à l'industrie du crédit, les banques de Wall Street se sont lourdement endettées à court-terme sur les marchés financiers. Plus une banque s'endettait afin d'acheter des crédits immobiliers à titriser, plus la banque gagnait de l'argent en les revendant ensuite aux investisseurs du monde entier. Selon le FCIC (2011), les cinq banques citées ci-dessus avaient en moyenne un effet de levier de 40:1, ce qui signifie que quand la banque achetait un actif d'une valeur de 40 dollars, elle l'achetait avec 1 dollar de capital seulement et 39 dollars empruntés. Si l'actif en question perdait d'un coup 100 % de sa valeur, la banque devait rembourser 39 dollars à son créancier alors que l'actif de 40 dollars ne valait plus rien. Entre 2000 et 2007, l'effet de levier a considérablement augmenté dans le système financier américain, celui des banques étant passé en moyenne de 16:1 à 22:1. Pour illustrer cette hausse, l'effet de levier de Bank of America qui était de 18:1 en l'an 2000 a atteint 27:1 en 2007, tandis que celui de Citigroup qui était de 18:1 en 2000 a grimpé à 32:1 en 2007.

La *Securities and Exchange Commission* (SEC) est l'agent régulateur des banques d'investissement, pourtant, dans les années 2000, la SEC n'a posé aucune limite à leurs achats de crédits immobiliers de type *subprimes*, pas plus qu'elle n'a exigé des banques d'augmenter leur capital au regard de toutes leurs activités à risque. Le FMI (2008a) a souligné à ce titre la défaillance collective de la supervision, l'effet de levier des banques n'ayant fait l'objet d'aucune réelle surveillance. Quand les *subprimes* ont perdu toute leur valeur suite au défaut de paiement des emprunteurs, les banques de Wall Street ont perdu des sommes considérables si bien qu'à leur tour elles n'étaient plus capables de rembourser leurs propres dettes. Ceci a mis en difficulté leurs créanciers, qui pouvaient être des compagnies d'assurance ou des fonds d'investissements, et ce

phénomène de contagion, dû à l'effet de levier, a fortement aggravé la crise financière de 2008, car même les institutions financières qui ne possédaient pas de crédits *subprimes* dans leur portefeuille d'actifs ont alors subi des pertes financières puisque leurs débiteurs en détenaient.

De plus, l'effet de levier excessif a contribué à créer un vent de panique et une crise des liquidités car il était impossible pour les acteurs financiers de connaître la position de toutes leurs contreparties et de deviner qui serait la prochaine à faire faillite. Dans une telle situation, plus aucune institution n'osait prêter de l'argent à ses partenaires habituels, la confiance mutuelle entre les acteurs du système financier a disparu à la fin de l'année 2008. De ce fait, le marché interbancaire se paralysa, les taux d'intérêt augmentèrent fortement et même les institutions financières solvables et non exposées aux crédits *subprimes* ne pouvaient plus emprunter d'argent pour honorer leurs engagements financiers. C'est à ce moment-là que la crise financière éclata de façon brutale, au cours des mois de septembre et octobre 2008.

1.1.4 Les banques et les institutions financières too big to fail

Une institution financière est dite « *too big to fail* » quand sa faillite entraînerait immanquablement la faillite d'autres institutions auxquelles elle est reliée par de la dette. Si, par exemple, la banque « A », qui emprunte de grosses sommes d'argent sur les marchés auprès d'autres banques et de fonds d'investissement, faisait faillite, elle ne serait plus capable de rembourser ses dettes et ses créanciers risqueraient de faire faillite à leur tour. Ainsi, la faillite d'une banque « *too big to fail* » comme la banque A pourrait provoquer, par une réaction en chaîne, la faillite de tout le système financier. Par conséquent, il n'est pas imaginable pour les autorités financières et politiques de laisser les institutions *too big to fail* faire faillite. En 2008, il était implicite que le gouvernement américain devait absolument sauver les banques « *too big to fail* » avec de l'argent public, c'est-à-dire avec l'argent des contribuables américains.

En 2008, la compagnie d'assurance American International group (AIG) était considérée comme une institution financière « *too big to fail* ». AIG avait vendu pendant les années 2000 des *Credit Default Swaps* (CDS) à de nombreuses banques de Wall Street et à d'autres institutions financières, afin d'assurer ces banques contre le défaut de paiement des ménages. Si un ménage emprunteur en venait à ne plus pouvoir rembourser son crédit, c'était AIG qui remboursait le crédit à la banque à la place du ménage. De ce fait, le risque financier que représentait le défaut de paiement passa des banques à la compagnie AIG. Les banques qui détenaient des crédits de type

subprimes et qui avaient contracté des CDS ne se sentaient plus en danger puisqu'en cas de défaut de paiement d'un ménage, c'était AIG qui les rembourserait. L'existence même des produits d'assurance de type CDS a créé l'illusion qu'il n'y avait plus aucun risque à détenir les crédits *subprimes*. Le régulateur américain avait même autorisé la vente de CDS aux agents financiers qui ne possédaient pas de *subprimes*. On pouvait en quelque sorte s'assurer sur les *subprimes* même si on n'en détenait pas ! Cette possibilité, qui ne reposait sur aucune logique financière, constituait en fait une autorisation à spéculer. En effet, dans les années 2000, des fonds d'investissements, qui ne possédaient pas eux-mêmes de crédits *subprimes*, ont acheté en masse des CDS en ayant fait le pari que les *subprimes* étaient des produits toxiques et que les ménages feraient bientôt défaut. Quand les ménages américains ne furent plus en mesure de rembourser leur crédit immobilier, au cours des années 2007, 2008 et 2009, les crédits immobiliers ne valaient donc plus rien, et AIG se retrouva dans l'obligation de verser à ces fonds d'investissement des milliards de dollars. Pour donner un seul exemple, en juin 2009, la banque d'investissement Goldman Sachs reçut 806 millions de dollars de la part d'AIG. Cela mena rapidement AIG au bord de la faillite. Or, si AIG n'était pas capable de verser tout l'argent dû, les contreparties risquaient de faire faillite à leur tour, ce qui aurait aggravé encore plus la crise. Acculé, le gouvernement américain décida de sauver AIG de la faillite.

On le comprend, l'existence d'institutions « *too big to fail* » pose un problème d'aléa moral. En effet, les banques ayant conscience qu'elles seront toujours « sauvées » par le gouvernement en cas de crise, les banquiers sont incités à prendre toujours plus de risque pour augmenter leurs rémunérations, et ce sans jamais être inquiétés. C'est la séquence qui se déroula au milieu des années 2000 : certes, les dirigeants des plus grandes banques ont pris des risques excessifs avec les crédits immobiliers *subprimes* mais au final ils ont gagné personnellement des sommes colossales car, même si leurs banques ont été menées à la faillite, elles furent ensuite renflouées par de l'argent public. Le gouvernement a fait le choix d'utiliser l'argent des contribuables pour sauver les banques, pas l'argent privé des banquiers gagné à travers les activités liées aux subprimes.

Le FMI (2009a) a estimé que les dirigeants politiques et les régulateurs n'ont pas voulu voir, ou n'ont pas voulu traiter, l'aléa moral issu de la structure « *too big to fail* » des institutions financières américaines. Cette absence d'action a sans doute encouragé, selon le FMI, les dirigeants des banques à moins se soucier du risque pris dans leurs activités, car dans un tel système, les banquiers gagnent à tous les coups.

De plus, Stiglitz (2010) a mis en évidence qu'un système financier constitué de banques « *too big to fail* » possédait plus de pouvoir politique qu'un système financier qui n'en aurait pas. La banque « *too big to fail* » apparaît comme vitale au système financier d'un pays, et donc à son économie nationale. Les dirigeants et lobbyistes des banques sont bien entendu conscients de cette caractéristique. Et ils peuvent s'en servir. Si les législateurs et régulateurs leur demandent de réduire leur effet de levier et d'augmenter leurs fonds propres, les banquiers peuvent leur rétorquer que leurs banques accorderont moins de prêts aux ménages et aux entreprises si une telle législation est adoptée, ce qui pourrait avoir des effets négatifs sur l'économie. Autrement dit, les banques « *too big to fail* », fortes de leur pouvoir sur l'économie, peuvent amener les politiques à renoncer à leurs projets de réforme, ce qui explique sans doute en partie les faibles réglementations mises en œuvre aux Etats-Unis et en Europe depuis 2008.

En guise de solution, le FMI (2009b) a proposé qu'à l'avenir les banques « *too big to fail* » soient l'objet d'une plus grande supervision de la part du régulateur et qu'il faudrait exiger d'elles un plus haut niveau de fonds propres par rapport à leur endettement et à leurs prises de risque. Mervyn King, qui fut Gouverneur de la Banque d'Angleterre entre 2003 et 2013, admit en 2012 dans une interview que :

« *Avec le recul, nous aurions dû crier sur les toits que ce système avait été conçu avec des banques trop importantes pour faire faillite («* too big to fail *», avec des banques qui ont grossi trop vite et qui ont beaucoup trop emprunté, de même que nous aurions dû dire que la réglementation très légère n'avait rien empêché de tout cela.* » (Eliott, 2012).

1.2 Le rôle joué par les agences de notation

Le FMI (2009a), le FCIC (2011) et Stiglitz (2010) ont tous les trois admis que les agences de notation avaient joué un rôle central dans la survenue de la crise de 2008 en raison de leur évaluation erronée des crédits immobiliers *subprimes* et des paquets financiers MBS et CDO.

Les trois agences de notation américaines, Moody's, Standard & Poor's et Fitch, avaient pour mission d'évaluer la qualité des actifs MBS et CDO, qui contenaient entre autres choses les crédits immobiliers toxiques. Entre 2002 et 2007, ces agences ont attribué la note de triple A (AAA) à tous ces actifs, faisant ainsi croire aux investisseurs du monde entier que ces actifs étaient aussi sûrs que des bons du Trésor américain. Si la note des MBS et CDO avait été de B ou C, les investisseurs

n'auraient pas acheté les crédits *subprimes* titrisés, et ces actifs financiers toxiques n'auraient pas été dispersés partout dans le monde. C'est bien cette notation « AAA » qui a permis aux banques de Wall Street de revendre pendant des années des crédits *subprimes* toxiques à des investisseurs qui avaient toute confiance et d'alimenter ainsi la bulle immobilière jusqu'à ce que les ménages emprunteurs ne soient plus capables de rembourser leurs prêts immobiliers.

Comment expliquer que les trois agences de notation aient attribué la bonne note de AAA à des actifs financiers qui étaient en réalité de mauvaise qualité ? D'après le rapport de la Commission d'Enquête (FCIC 2011), les agences de notation n'ont pas examiné dans le détail le type de crédits immobiliers que contenaient les MBS et les CDO. Les agences ont formulé l'hypothèse simple que le risque était structurellement diversifié puisqu'il y avait une grande quantité de crédits immobiliers dans ces paquets financiers. A leurs yeux, il semblait hautement improbable que les ménages américains fassent tous défaut au même moment. Leur hypothèse était que le risque n'était pas corrélé entre les crédits et que si un ménage faisait défaut il s'agirait d'un cas individuel isolé, les agences de notation n'avaient pas envisagé la possibilité d'une cause structurelle qui pourrait entraîner des difficultés de remboursement pour tous les ménages en même temps. Il est de notoriété publique désormais que ces hypothèses étaient fausses. En effet, la nature même des crédits *subprimes* entraînait de fait une corrélation du risque entre tous ces crédits, notamment en ce qui concernaient ceux qui possédaient un taux d'intérêt variable. Si les taux d'intérêt variables des crédits augmentaient tous en même temps – ce qui fut le cas puisqu'ils étaient indexés au taux directeur de la Réserve fédérale -, alors énormément de ménages pouvaient faire défaut en même temps.

En plus de l'hypothèse erronée sur la non-corrélation du risque, le FCIC (2011) a rapporté que Moody's avait évalué les crédits immobiliers titrisés en faisant l'hypothèse que le prix des maisons individuelles ne pouvait pas baisser à l'échelle nationale. Selon Moody's, l'existence d'une bulle immobilière aux Etats-Unis était exclue, le prix des maisons était appelé à inexorablement augmenter. Dans ce cas de figure, en cas de défaut d'un ménage, il suffisait à la banque de saisir la maison et de se rembourser en la revendant à un nouvel acheteur solvable. Pour Moody's, le risque n'existait tout simplement pas. La suite leur a prouvé le contraire.

Il apparait donc que, soit les agences de notation ont commis de bonne foi ces erreurs d'analyse - ce qui semble difficile à croire au vu des enjeux financiers dont il est question ici -, soit elles ont été incitées à commettre ces erreurs en raison de leurs conflits d'intérêt. Après avoir mené de

nombreuses investigations et auditions, la Commission d'Enquête sur la crise financière (FCIC 2011) a tiré les conclusions suivantes : les trois agences de notation ont eu un comportement frauduleux avant la crise et ont fait preuve de négligence volontaire quand elles évaluaient les paquets MBS et CDO créés par les banques de Wall Street. Les agences auraient pris conscience dès le début des années 2000 que leurs modèles d'évaluation des crédits n'étaient pas appropriés. Pour le FCIC (2011), le FMI (2008) et Stiglitz (2010), cette négligence volontaire des agences est le résultat de leurs conflits d'intérêt. En effet, ce sont les banques qui demandaient aux agences de notation de noter leurs paquets MBS et CDO, et qui les rémunéraient pour ce travail. Si une agence de notation donnait une note de B ou de C, la banque rencontrait des difficultés pour vendre ses MBS et CDO sur les marchés et cela avait un impact sur ses profits. Les investigations de la Commission d'Enquête ont montré que les banques ont en fait négocié les notes de leurs produits financiers avec les agences. Selon le FCIC (2011), une agence recevait une rémunération comprise entre 250 0000 et 500 000 dollars pour attribuer une note à un CDO. Les revenus du département de Moody's chargé de noter les MBS et CDO sont passés de 199 millions de dollars en l'an 2000 (ce qui représentait alors 33 % des revenus totaux de Moody's) à 887 millions de dollars en 2006 (soit 44 % des revenus totaux de Moody's). Pour conserver leurs clients et faire augmenter leur chiffre d'affaires, les agences de notation ont été incitées à surnoter ces produits financiers.

Dans un rapport publié en 2008, la SEC a pointé du doigt les manquements dans les procédures des agences de notation, leur manque de transparence concernant leurs modèles d'évaluation, la non prise en compte des conflits d'intérêt et des personnels insuffisants pour évaluer correctement les MBS et CDO (SEC 2008). Le FMI (2009a) a de son côté estimé que le régulateur américain et les investisseurs ont négligé les conflits d'intérêt existant dans le modèle économique des agences de notation. Enfin, le FMI (2008) a directement incité les investisseurs à ne plus se contenter de la notation des agences au moment d'investir dans des produits titrisés et structurés de façon opaque.

A la fin de l'année 2008, l'agence Moody's avait dégradé la note de 90 % des CDO qu'elle avait notés « AAA » précédemment. Selon le FCIC (2011), 80 % des CDO notés AAA en 2006 par les agences de notation avaient reçu la note de C à la faveur de la crise de 2008 – la note de C définissant une classe d'actifs hautement spéculatifs et toxiques.

1.3 Les rémunérations dans le système financier américain

Le FCIC (2011), le FMI (2008) et Stiglitz (2010) ont tous estimé que les institutions financières américaines n'avaient pas suffisamment pris en compte le risque inhérent à leurs activités sur les marchés et, même plus, que sans doute les dirigeants des banques n'avaient pas voulu ou su empêcher ces prises de risque. Le FMI (2009a) et Stiglitz (2010) ont émis l'hypothèse que le système des rémunérations pourrait expliquer en partie cette mauvaise gouvernance. En effet, les salaires et les bonus versés aux salariés des banques de Wall Street étaient (et sont toujours) basés principalement sur les performances de court-terme, ce système encourage donc les salariés à engager leur banque dans des activités hautement profitables à court terme, sans trop de considération pour le risque pris, et à promouvoir l'effet de levier qui permet de démultiplier les investissements, et par ricochet les profits et les bonus. Pour le FMI (2009a), le problème supplémentaire réside dans le fait que les cadres dirigeants des banques se sentaient protégés : si une banque devait faire faillite, l'argent personnel des dirigeants - argent gagné grâce à des activités très risquées qui ont mené la banque à la faillite - ne serait pas confisqué ni repris par l'Etat pour renflouer ladite banque. Comme leur argent personnel était protégé, les dirigeants ne se sentaient pas vraiment obligés de prendre en compte le risque. Entre 2001 et 2007, les cadres dirigeants et les managers des banques ont gagné personnellement de colossales sommes d'argent grâce à l'effet de levier et aux activités liées aux crédits *subprimes* et à leur titrisation. Cet argent, ils ont pu le conserver même si leur établissement a fait faillite, et c'est l'argent public qui a été mis à contribution pour renflouer le système financier.

Le FCIC (2011) a rapporté que, dans les années 2000, le revenu moyen (salaires + bonus) d'un cadre important d'une banque était d'environ 3,4 millions de dollars par an. Ces banquiers touchaient en moyenne un salaire mensuel de 283 000 dollars. Pour les cadres supérieurs, par exemple M. Dow Kim, qui dirigeait alors le Département banque d'investissement de Merrill Lynch, le bonus annuel pouvait atteindre la somme de 35 millions de dollars en 2006. Toujours en 2006, M. Thomas Maheras, un des dirigeants de Citigroup, toucha au total 34 millions de dollars en salaires et bonus. En 2007, M. Lloyd Blankfein, à la tête de la banque Goldman Sachs, a perçu 68 millions de dollars et M. Richard Fuld, dirigeant de Lehman Brothers, toucha une somme de 34 millions de dollars, quelques mois seulement avant que sa banque ne fasse faillite, en septembre 2008. Aucun de ces dirigeants n'a été mis à contribution pour renflouer son établissement bancaire après la survenue de la crise. Plus étonnant encore, en 2007, Fannie Mae, une entreprise chargée

de titriser des prêts hypothécaires, annonça 2,1 milliards de dollars de pertes liées aux crédits *subprimes* tandis qu'au même moment, le dirigeant de Fannie Mae, M. Dan Mudd, percevait une rémunération personnelle d'un montant de 11,6 millions de dollars.

Les activités liées aux crédits *subprimes* et à leur titrisation ont augmenté les profits de l'industrie financière et les rémunérations des dirigeants et cadres de façon spectaculaire. Ces hautes rémunérations, liées à des activités à haut risque pour leur banque, pourraient expliquer pourquoi de nombreux dirigeants n'ont pas voulu prendre en compte les alertes de leurs collègues qui avaient pourtant mis en garde contre ces actifs risqués.

Le parallèle peut être fait avec ce qui s'est passé dans l'industrie hypothécaire : les courtiers qui avaient incité des ménages à faible revenu à contracter des crédits immobiliers inappropriés ont, eux aussi, touché beaucoup d'argent sous forme de commissions à la signature, et ils n'ont jamais été personnellement affectés lorsque ces ménages faisaient défaut quelques temps plus tard. Ni les courtiers, ni l'industrie du prêt hypothécaire dans son ensemble, n'ont rendu les sommes d'argent gagnées au fils des années grâce aux crédits immobiliers toxiques. Au cours des années 2008 et 2009, alors que les banques faisaient faillite et que les investisseurs du monde entier perdaient de l'argent, les dirigeants politiques ont choisi de ne pas reprendre l'argent des banquiers et des courtiers pour renflouer les banques et dédommager les investisseurs.

Selon le FMI (2009a), les autorités américaines avaient pour rôle de mieux contrôler et réguler la structure des rémunérations au sein des institutions financières. Les bonus des banquiers pourraient par exemple être liés aux profits à long terme d'une activité, en reportant de plusieurs années le versement du bonus au salarié de la banque. Ainsi, si l'activité risquée faisait finalement perdre de l'argent à la banque, voire la menait à la faillite, alors le salarié ne pourrait pas toucher de bonus du tout. Le FMI (2008) a exhorté le régulateur à faire appliquer ces nouveaux modes de rémunération au système financier, en doutant du fait qu'il se l'appliquerait de lui-même.

1.4 La Réserve fédérale et la politique monétaire

Début 2001, le taux directeur de la Réserve fédérale américaine était de 6 %. Suite aux attentats du 11 septembre 2001 et au ralentissement économique qui en résulta, la Réserve fédérale décida d'abaisser le taux directeur progressivement, de telle sorte qu'il baissa à 1% en 2004. La politique monétaire expansionniste de la Réserve fédérale et les taux d'intérêt bas sont couramment cités comme des facteurs ayant favorisé la crise financière de 2008 dans la mesure où des taux d'intérêt

faibles poussent les ménages à s'endetter. Bien que le FCIC (2011) ait reconnu qu'une telle politique monétaire créait les conditions d'une bulle immobilière, il a estimé que cela ne suffisait pas à provoquer une crise financière de l'ampleur de celle de 2008. En effet, cet argent à bas coût aurait pu être orienté ailleurs que dans des crédits immobiliers risqués, par exemple dans des projets productifs viables, si le système financier avait été incité à le faire. Stiglitz (2010) a fait la même analyse : les taux d'intérêt bas ont bien évidemment joué un rôle dans la survenue de la bulle du crédit immobilier, mais la création de produits financiers toxiques et leur titrisation n'était absolument pas la conséquence directe des taux d'intérêts bas, c'était la conséquence des choix du système financier américain, qui est bien le seul responsable de la mauvaise utilisation de cet argent.

Pour le FMI (2009), le principal responsable de la crise financière, c'est la régulation déficiente du système financier américain, pas les taux d'intérêt très faibles. Si ces derniers ont provoqué l'expansion démesurée du crédit immobilier hypothécaire et la bulle sur le prix des maisons, c'était dans un contexte de relâchement des conditions d'octroi du crédit immobilier. Si les régulateurs américains, dont la Réserve fédérale fait partie, avaient mieux surveillé les pratiques de l'industrie du prêt hypothécaire et, partant, mieux protégé les consommateurs des crédits immobiliers prédateurs, les taux d'intérêt bas n'auraient pas pu engendrer à eux seuls une telle crise.

1.5 La fraude financière

La fraude financière aux Etats-Unis fait partie intégrante de l'histoire de la crise financière de 2008. La Commission d'enquête sur la crise financière (FCIC 2011) a souligné dans son rapport que les pratiques frauduleuses furent considérables dans l'industrie du prêt hypothécaire au cours des années 2000. La fraude est apparue quand les courtiers ont délibérément omis des informations sur les documents de crédit ou quand les emprunteurs ont menti sur leurs revenus, sans que le courtier ne fasse de réelles vérifications. La Commission a montré que c'était bien la faiblesse de la régulation publique et de la supervision qui avait facilité le développement de telles fraudes à si grande échelle (FCIC 2011, p. 160).

Ameriquest faisait partie des grandes entreprises qui accordaient des crédits immobiliers hypothécaires aux ménages en 2002, 2003 et 2004. M. Ed Parker, qui travaillait alors pour Ameriquest au département chargé de la surveillance de la fraude, déclara lors d'une audition devant la Commission d'enquête que les crédits immobiliers entachés de fraude étaient monnaie

courante : « *Personne ne faisait attention* » (FCIC 2011, p. 161). M. Ed Parker détecta de nombreux cas de fraude et ce dès janvier 2003, mais ses supérieurs ne prirent jamais en compte les rapports qu'il leur adressa sur ce sujet. En novembre 2005, il fut rétrogradé d'un poste de manager à celui de simple superviseur, pour être finalement licencié par son entreprise en mai 2006. La Procureur Générale de l'Etat du l'Illinois, Lisa Madigan, déclara en 2008 lors de son audition devant la Commission d'Enquête :

> « *Notre enquête fédérale sur l'entreprise Ameriquest a montré que cette entreprise s'est engagée dans de nombreuses pratiques frauduleuses que ses concurrentes se sont empressées d'imiter: réaliser de fausses estimations du prix des maisons toujours biaisées à la hausse, transformer un crédit immobilier à taux d'intérêt fixe en un crédit au taux variable au dernier moment lors de la signature du contrat, promettre aux emprunteurs qu'ils pourront se refinancer facilement dans quelques mois alors que ces mêmes emprunteurs n'ont plus de capital* ». (FCIC 2011, p. 12).

Mme Ann Fulmer, quant à elle, travaillait pour la société Interthinx à cette époque. Son travail consistait à vérifier et à estimer le risque de défaut lié aux crédits immobiliers. Mme Ann Fulmer déclara devant la Commission d'enquête que, sur la période 2005-2007, environ 13 % des contrats vérifiés par Interthinx étaient entachés de mensonges ou d'omissions. Au total, durant cette période, la firme Interthinx a estimé le montant total des prêts frauduleux à 1000 milliards de dollars, ce qui correspondait approximativement à 5 millions de contrats. De plus, il faut noter que cette fraude est peut-être sous-estimée car les enquêtes n'étaient lancées par la société Interthinx que lorsque qu'un ménage emprunteur faisait défaut.

Selon le FCIC (2011), plus de 200 000 nouveaux courtiers ont débuté dans la profession au cours des années 2000. Plus de 10 000 personnes ayant un casier judiciaire devinrent courtiers dans l'Etat de Floride, et parmi ceux-ci, 4 065 avaient déjà été condamnés pour des fraudes, des cambriolages ou des extorsions de fonds. M. Thomas Cardwell, membre de l'office de régulation financière de l'Etat de Floride, reconnut devant la Commission d'Enquête que des critères inadéquats d'octroi de prêt, ainsi qu'un manque de responsabilité individuelle, avaient créé en Floride un environnement où la fraude financière ne pouvait que prospérer.

Le FCIC (2011) a indiqué que le *Federal Bureau of Investigation* (FBI) savait que la fraude était très importante dans l'industrie du prêt immobilier hypothécaire. M. Chris Swecker, l'un des dirigeants du FBI, avait déclaré en octobre 2004, au cours d'une réunion du comité sur les services financiers lié au Congrès américain : « *Si les pratiques frauduleuses deviennent systémiques dans l'industrie du prêt immobilier, et si nous n'arrêtons pas cette fraude, alors cela mettra en danger les institutions financières* ». (Swecker 2004, p. 4). Ainsi, dès 2004, le FBI avait prévu la survenue d'une crise financière si la fraude massive pratiquée par une partie de l'industrie financière n'était pas mieux contrôlée. Pourtant, au même moment, les dirigeants du FBI décidèrent de réduire le nombre d'agents spécialisés dans la criminalité en col blanc : le nombre d'agents dédiés à la traque des fraudes financières passa de 2 342 en 2004 à 2 000 en 2007. Plus précisément, en 2007, l'équipe du FBI spécifiquement chargée d'enquêter sur la fraude dans les crédits immobiliers n'était plus constituée que de 120 agents. Malgré toutes les alertes, la fraude financière n'a pas été considérée par les dirigeants politiques de l'époque comme une menace pour le peuple américain.

A la suite de la crise financière, quelques rares actions en justice pour fraude furent lancées contre les entreprises de l'industrie hypothécaire et contre les principales banques de Wall Street qui avaient vendu les MBS et les CDO sur les marchés. Ainsi, en 2014, la banque Bank of America fut contrainte de payer une amende de 16,65 milliards de dollars après avoir reconnu qu'elle avait vendu à ses clients des milliards de dollars de MBS sans leur donner de réelles informations sur la qualité de ces actifs. La même année, la banque Citigroup paya une amende de 7 milliards de dollars afin de clore définitivement une enquête, alors qu'il avait été prouvé par la justice que Citigroup titrisait et vendait des crédits *subprimes* en cachant délibérément à ses clients que ces actifs étaient toxiques. « *La négligence de cette banque est flagrante* » déclara à cette occasion le Procureur Général, M. Eric Holder, dans l'un de ses discours (Holder, 2014). En 2016, la banque Morgan Stanley dut payer à son tour une amende de 3,2 milliards de dollars, le Département de la Justice américain ayant collecté des échanges de messages entre les employés de la banque qui évoquaient très clairement le caractère spéculatif et risqué des MBS et CDO proposés sur les marchés par la banque. En 2016, la banque Goldman Sachs paya une amende de 5 milliards de dollars car il fut prouvé que la banque avait menti à ses clients en leur affirmant que les MBS et CDO étaient sans risque, alors qu'elle savait pertinemment qu'ils étaient très risqués pour les investisseurs.

Force est de constater que de grandes banques américaines ont été poursuivies en justice et condamnées pour la fraude financière dont elles se sont rendues coupables. Dans tous les cas rapportés ci-dessus (Bank of America, Citigroup, Morgan Stanley, etc.), les banques ont reconnu avoir sciemment trompé les investisseurs, ont été condamnées et ont payé une amende conséquente, tout en promettant à la justice américaine d'améliorer leur gestion du risque et leur culture d'entreprise. Mais insistons sur le fait qu'aucun grand dirigeant de banque n'a été poursuivi à titre personnel par la justice américaine, aucun dirigeant n'a payé la moindre amende à titre individuel ni n'a été condamné à de la prison pour ces pratiques frauduleuses. Cette impunité des acteurs individuels pose la question de la responsabilité : Est-ce la banque qui doit être tenue pour responsable de la fraude et/ou les individus qui l'ont commise ?

Seul un cadre de Wall Street, M. Kareem Serageldin, fut condamné pour fraude à une peine de prison. Cet employé de la banque Crédit Suisse fut condamné à 30 mois de détention pour avoir volontairement dissimulé le fait que le portefeuille d'actifs de la banque avait perdu des centaines de millions de dollars durant l'année 2007 à cause de crédits immobiliers toxiques. Le Juge Hellerstein, de la Cour de Justice de Manhattan, déclara au cours du procès de M. Serageldin en 2013, que l'accusé évoluait dans un environnement professionnel qui lui avait permis de faire cette dissimulation et que cette dissimulation n'était que la partie émergée de l'iceberg (Abrams and Lattman 2013).

En 2013, le Procureur Général des Etats-Unis, M. Eric Holder, déclara dans un témoignage officiel devant le Sénat américain : « *Je suis très préoccupé par la taille qu'ont les institutions financières car elles sont devenues tellement importantes qu'il devient difficile pour nous de les poursuivre en justice quand il nous est indiqué que, si nous les poursuivons en justice, il y aura un impact négatif énorme sur l'économie du pays, voire sur l'économie mondiale. Et je pense que cela montre que certaines de ces institutions sont effectivement devenues trop grandes* ». (Gerstein 2014).

L'existence des banques *too big to fail* constitue donc un problème pour le système judiciaire américain, ne seraient-elles pas devenues « *too big to jail* » (trop importantes pour être poursuivies) ? L'histoire judiciaire de la crise financière ainsi que le discours de M. Eric Holder tenu en 2013 laissent penser que les acteurs du système financier américain ont bénéficié d'une forme d'impunité pour leur rôle dans la crise de 2008. Le discours de M. Eric Holder provoqua une

telle émotion aux Etats-Unis que, à peine un an plus tard, en 2014, il revint sur ses déclarations et affirma qu'aucune banque ne se trouvait à l'abri de poursuites judiciaires en cas de fraude avérée.

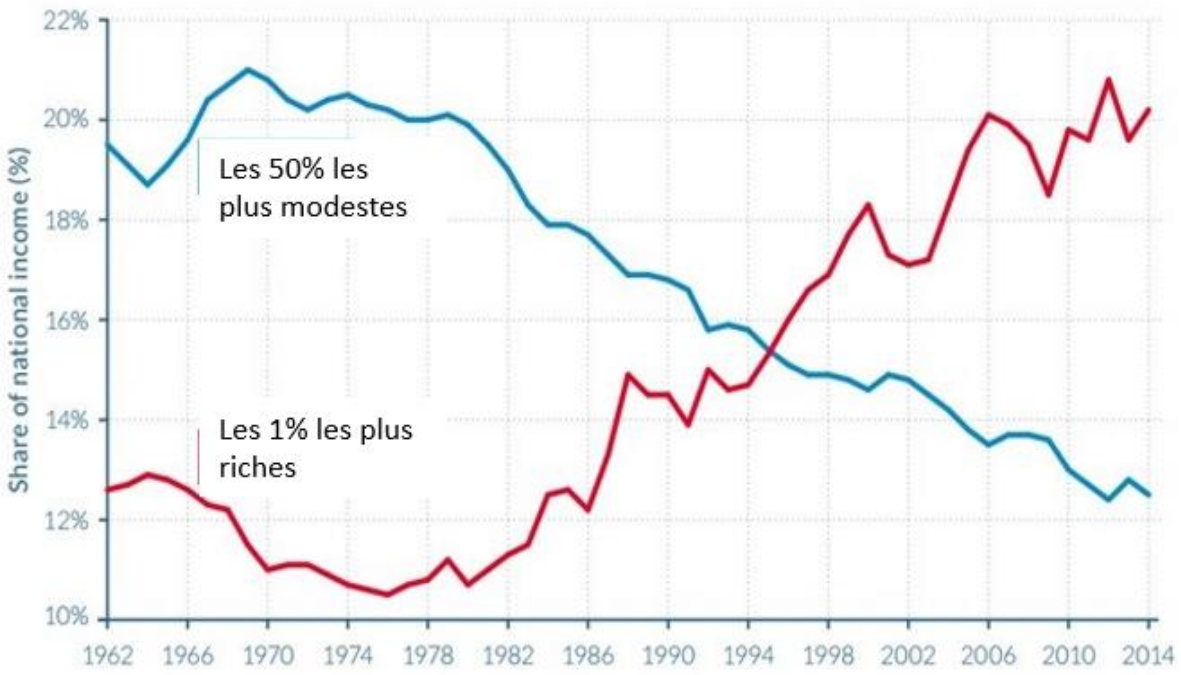
1.6 Les inégalités aux Etats-Unis et la vie à crédit

Depuis les années 1980, l'écart de revenus entre les riches et les pauvres a fortement augmenté aux Etats-Unis. Il a été avancé par certains économistes que ces fortes inégalités de revenu constituaient un facteur explicatif de la crise financière. Le coefficient de Gini est un indicateur des inégalités d'un pays, qui va de 0 (l'égalité est parfaite dans le pays, les individus ont tous le même revenu) à 1 (l'inégalité est totale, une seule personne possède tout le revenu du pays). Selon l'OCDE (2011), le coefficient de Gini pour les Etats-Unis est passé de 0,32 en 1985 (ce qui constitue déjà un niveau élevé d'inégalité) à 0,37 en 2008.

Le rapport sur l'inégalité dans le monde (World Inequality Report 2018) fournit des informations supplémentaires sur les inégalités aux Etats-Unis : ainsi, les 50 % de la population américaine les moins riches représentaient en 1982 85 millions d'adultes qui gagnaient en moyenne 16 000 dollars par an. Ce revenu annuel n'a pas augmenté au cours des 30 années suivantes puisqu'il était de 17 000 dollars en 2000 et de 16500 dollars en 2014. En revanche, les 50 % d'américains les plus modestes étaient en 2014 composés de 117 millions d'adultes au lieu de 82. Sur la même période, les 1 % d'américains les plus riches ont touché environ 440 000 dollars par an en 1982, 1,1 millions de dollars en 2000 et 1,3 millions en 2014. La Figure 3 illustre cette hausse progressive et continue des inégalités entre les plus riches et les plus pauvres aux Etats-Unis depuis le début des années 1980 : le revenu des 1 % les plus riches ne représentait que 11 % du revenu national en 1980 pour atteindre 20 % en 2014, quand le revenu des 50 % les plus modestes représentait 20 % du revenu national en 1980 pour descendre à 13 % en 2014.

Fitoussi et Stiglitz (2009) ont estimé que ces inégalités croissantes ont poussé nombre de ménages, parmi les plus modestes et parmi ceux appartenant à la classe moyenne, à s'endetter plus que de raison pour maintenir leur niveau de vie. A défaut d'avoir des revenus du travail suffisants, s'endetter était devenu la solution pour pouvoir acheter sa voiture ou sa maison, ce qui a favorisé l'émergence d'une bulle du crédit immobilier. C'était la vie à crédit.

Figure 3. Des inégalités croissantes aux Etats-Unis depuis les années 1980 : Part du revenu des 1 % les plus riches et part du revenu des 50 % les plus modestes dans le revenu national total, 1962-2014, revenus avant impôt.



Source : World Inequality Report (2018).

Krugman (2012), quant à lui, a démontré que les inégalités de revenus avaient joué un rôle politique. En effet, les 1 % les plus riches ont peu à peu acquis une réelle influence sur les décideurs politiques après s'être enrichis au cours des dernières décennies. Ils ont acquis les moyens de financer les campagnes électorales des hommes et des femmes politiques dans le but d'orienter les lois en fonction de leurs intérêts personnels : baisses d'impôts, réduction des dépenses publiques dans la santé et l'éducation, et toujours plus de déréglementation financière.

Dans une revue de la littérature, Van Treeck (2014) a montré qu'effectivement la baisse des salaires aux Etats-Unis pour les plus modestes s'était accompagnée d'une baisse de l'épargne individuelle et d'une hausse du niveau d'endettement personnel, et donc de l'expansion des crédits immobiliers hypothécaires. Rajan (2010) a expliqué que l'endettement des ménages américains avait été encouragé par la classe politique, notamment démocrate, pour laquelle l'endettement

représentait alors une solution au problème des inégalités de revenus. Cette solution apparaissait plus simple et plus immédiate que celle qui consisterait à investir dans l'école publique et dans la santé gratuites pour tous à travers un système fiscal redistributif. Selon Rajan (2010), le recours à la dette privée aurait permis de maintenir aux Etats-Unis un haut niveau de consommation pendant des années, ce qui a évité un ralentissement économique par une baisse de la demande nationale en biens.

Dans ses conclusions, le FMI (2017) a reconnu que la forte augmentation de l'endettement des ménages comme moteur de la croissance économique risquait à terme de créer de nouveau les conditions d'une crise financière si cet endettement n'était pas maîtrisé. Valcks (2017), l'un des auteurs du rapport du FMI (2017) sur le sujet, a tiré la sonnette d'alarme : « *Comme la crise financière l'a montré, une croissance trop rapide de l'endettement des ménages - notamment à travers des crédits immobiliers hypothécaires - peut être dangereux* ». Pour Valcks, il est de la responsabilité de la classe politique de réduire ce risque en mettant en place des politiques de lutte contre les inégalités et en réglementant l'industrie du prêt hypothécaire.

Même si le haut niveau des inégalités de revenus aux Etats-Unis n'est sans doute pas la cause principale de la crise financière de 2008, le contexte national d'inégalités croissantes, les règles d'octroi du crédit laxistes et le manque d'intervention des hommes politiques, ont créé des conditions favorables au surendettement des ménages et à l'apparition d'une bulle immobilière.

1.7 Résumé et analyse sur les causes économiques de la crise

Les conclusions tirées par le FMI, par la Commission d'enquête sur la Crise financière et par M. Joseph Stiglitz à propos des causes de la crise de 2008 sont proches. Pour eux, c'est une combinaison de facteurs ayant opéré au même moment (dans les années 2000) et au même endroit (aux Etats-Unis) qui a mené à ce désastre : la déréglementation et les défaillances du système de régulation, les prises de risque excessives des banques et les erreurs volontaires des agences de notation. Le système financier américain souffrait donc de nombreux maux (effet de levier excessif, fraudes multiples, mauvaises incitations en raison des modes de rémunération, etc.) que la déréglementation et la faible supervision ont laissé s'installer et s'aggraver au fil du temps. En raison des mauvaises incitations, les courtiers et toute l'industrie du prêt hypothécaire avaient un intérêt financier à trouver le plus grand nombre de ménages emprunteurs possible, même s'ils

étaient insolvables. Les banques de Wall Street avaient intérêt à titriser le plus grand nombre possible de crédits immobiliers, et les agences de notation avaient intérêt à en noter le plus possible. Ce système a permis à toute la chaîne de prêt et de titrisation de gagner des sommes d'argent considérables, et ce sans qu'aucun des acteurs n'ait à pâtir personnellement d'un éventuel défaut de paiement des ménages emprunteurs.

Il apparaît clairement que les régulateurs américains, Banque Centrale en tête, n'ont pas voulu voir ces problèmes malgré les multiples signaux d'alerte émis par différents acteurs comme le FBI dès le début des années 2000. L'une des raisons, c'est que les régulateurs comptaient sur les banques pour s'auto-réguler. Ainsi, M. Roger Ferguson, membre du Conseil des Gouverneurs de la Réserve fédérale, louait en 2003 « *l'amélioration impressionnante dans la plupart des banques de la mesure des risques, du management et de l'adoption des nouvelles technologies* ». Tout comme les régulateurs, la classe politique dans sa grande majorité voulaient croire en l'efficacité des marchés dérégulés et voulaient préserver la sacro-sainte liberté des agents économiques. Mais, dans ces années-là, la liberté des agents économiques a permis aux courtiers de pousser les ménages américains modestes au surendettement, la liberté a permis aux banques de revendre des actifs toxiques aux investisseurs du monde entier, a permis à certains banquiers de toucher des millions de dollars de bonus grâce à des activités frauduleuses qui ont entraîné ensuite la mise en faillite de leur établissement, sans qu'ils ne soient jamais sommés de rendre l'argent. La valeur « liberté », tant louée dans la société américaine, avait finalement conduit à la liberté de faire n'importe quoi, c'est-à-dire à l'anarchie et à la fraude.

Au vu de tous ces éléments, c'est bien la responsabilité des dirigeants politiques américains dans la survenue de la crise financière qui doit être questionnée, ce sera l'objet de la seconde partie de ce travail.

2. Le rôle du système politique américain dans la genèse de la crise financière

Si la déréglementation progressive et la faible supervision du système financier américain sont les causes principales de la crise financière de 2008, alors ce sont les dirigeants politiques américains ayant voté pour la déréglementation qui devraient être tenus pour responsables de la crise financière. Dans les années 2000, il existait à Washington un consensus sur le plan économique entre Démocrates et Républicains pour aller vers toujours plus de déréglementation. Dans la suite de notre travail, nous allons donc tenter de répondre à la question suivante : quelles sont les raisons qui ont poussé, pendant plus de 20 ans, les gouvernements américains successifs, ainsi que le Congrès, à proposer et voter des lois allant toujours dans le sens de la déréglementation ? Ces votes sont-ils la conséquence des liens étroits entre les dirigeants politiques de Washington et ceux de Wall Street ou d'autres facteurs entrent-ils en ligne de compte ? Les grands principes de la déréglementation financière seront décrits dans la section 2.1. La section 2.2 présentera en détails quatre raisons pouvant expliquer les décisions politiques prises en faveur de la dérégulation : l'idéologie du « laissez-faire », le financement privé des campagnes électorales, le lobbying du secteur financier auprès des hommes politiques et, enfin, les allers-retours professionnels entre Washington et Wall Street.

2.1 La déréglementation voulue par les dirigeants politiques américains depuis 1980

Il n'est pas surprenant que le secteur financier (banques, fonds d'investissement, industrie du crédit immobilier) soit favorable à une politique publique de déréglementation car celle-ci lui permet d'exercer des activités lucratives à court terme (comme les crédits *subprime*) et d'utiliser un haut effet de levier qui démultiplie le chiffre d'affaires et le profit. Philippon et Resheff (2012) ont montré que la déréglementation financière était liée à de plus hauts salaires pour les employés du secteur financier. Jusqu'en 1990, à diplôme égal, les employés du système financier touchaient des salaires à peu près équivalents à ceux des employés d'autres secteurs. Dans les décennies qui ont suivi, les salaires entre le secteur financier et les autres secteurs économiques ont commencé à nettement diverger. Philippon et Resheff (2012) ont montré qu'en 2006 les bonus dans le secteur financier étaient 50 % plus élevés que dans les autres secteurs économiques, et que les bonus et primes des dirigeants étaient 250 % plus élevés que ceux des dirigeants des autres secteurs.

De leur côté, force est de constater que les politiciens ont également voulu et accompagné cette évolution vers la déréglementation par leurs choix politiques successifs. Sous l'administration Reagan, en 1982, le Congrès américain vota une loi intitulée « *The Garn St Germain Depository Institutions Act* » qui élargit le type de prêts que les caisses d'épargne pouvaient octroyer à leurs clients. Durant les années 1970, celles-ci n'avaient pas l'autorisation d'augmenter comme elles le souhaitaient les taux d'intérêt sur les dépôts d'épargne qu'elles géraient. Cette loi leur donna la possibilité de faire varier plus librement leurs taux d'intérêt et de rémunération des dépôts, ainsi que de créer des crédits immobiliers à taux d'intérêt variable, ceux-là mêmes qui poseront problème dans les années 2000 (cf. première partie, page 9). Le 15 octobre 1982, alors qu'il signait officiellement cette loi, le Président Reagan déclara : « *Cette loi constitue une première étape de la déréglementation financière que notre administration veut accomplir* », « *Cette loi est en faveur des consommateurs, elle garantira aux petits épargnants un accès aux crédits et un rendement plus élevé sur leurs dépôts et comptes épargnes. Et, avec la baisse des taux d'intérêt sur les crédits, cela apportera une aide certaine pour acquérir un logement, cela permettra plus de création d'emplois et une croissance pour l'économie. Dans l'ensemble, je pense que nous allons toucher le gros lot* » (Reagan 1982).

Plus tard, en 1999, le Président Clinton signa une loi en faveur de la déréglementation « *The Gramm-Leach-Bliley Act* » qui abrogea la plupart des réglementations mises en place par le *Glass-Steagall Act* de 1933 lequel avait été signé par le Président Franklin D. Roosevelt et qui avait, entre autres choses, séparé les banques commerciales des autres services financiers, interdisant ainsi aux banques de détail de s'engager dans des activités financières risquées. Cette loi passée en 1999 eut pour principale conséquence l'augmentation de la taille des banques, chacune d'elles étant désormais autorisée à pratiquer un grand nombre d'activités financières, comme celle de banque d'investissement ou des activités dans le domaine de l'assurance. Cette loi contribua à l'émergence des banques dites *too big to fail*. Le 12 novembre 1999, le Président Clinton déclara lors de la signature du *Gramm-Leach-Blibley Act* : « *Mon administration a travaillé avec énergie afin de produire une législation sur les produits financiers qui va non seulement encourager la concurrence mais qui va aussi protéger les droits des consommateurs et garantir que les entreprises financières vont satisfaire les besoins des communautés défavorisées. Cette nouvelle législation historique modernisera nos lois sur les services financiers, encouragera l'innovation*

financière et la concurrence dans l'industrie financière. Les consommateurs d'Amérique, nos communautés, et l'économie tireront des bénéfices de cette loi » (Clinton 1999).

Par la suite, les politiques américains se montrèrent réticents à encadrer les nouveaux produits financiers proposés par Wall Street. Ainsi, la loi datant de l'an 2000 « *The Commodity Futures Modernization Act* » autorisa qu'une personne ou une institution financière ne possédant pas de crédit immobilier de type *subprime* ait tout de même le droit d'acheter une assurance de type CDS sur le crédit qu'elle ne possède pas. Cette absence d'encadrement des CDS permit aux banques et aux fonds d'investissement de spéculer sur les CDS en 2006 et 2007, ce qui entraîna la faillite de l'assureur AIG. Pour illustrer la bienveillance des régulateurs envers le « laissez-faire », citons M. Alan Greenspan qui déclara en 1998 : « *Le Conseil des Gouverneurs continue de penser que la réglementation des produits dérivés qui font l'objet de transactions privées par des professionnels n'est pas nécessaire* ». Dix ans plus tard, en 2008, des millions de ménages américains surendettés perdirent leur maison et leur emploi, des investisseurs américains et étrangers qui avaient acheté des MBS et CDS virent s'évanouir toute leur fortune et finalement le système financier américain tout entier s'effondra. En 2010, dans une interview accordée à la chaine américaine ABC, M. Clinton admit qu'il avait eu tort de ne pas mieux encadrer les produits financiers dérivés de type CDS : « *Je pense qu'ils avaient tort* [en parlant de ses conseillers, M. Lawrence Summers et M. Robert Rubin]*, et je pense que j'ai eu tort de suivre leurs recommandations* » (Blodget 2010).

Une décennie à peine après la crise de 2008, le Président Trump abrogea une partie des lois Dodd-Frank de réglementation promulguées durant l'administration Obama. Le 3 février 2017, le Président Trump déclara au cours d'une réunion à la Maison Blanche en présence des dirigeants des grandes banques :

> « *Nous avons un super programme, mais je souhaite avoir votre avis sur ce programme en particulier et sur ce que nous devons faire en termes de réglementation. Nous avons des banquiers ici. Il n'y a personne de plus indiqué que Jamie pour me parler de Dodd-Frank, alors parlez m'en. Mais, pour vous dire franchement les choses, nous espérons enlever beaucoup de Dodd-Frank car je connais des gens, et notamment mes amis qui ont de bonnes affaires, qui ne peuvent pas emprunter de l'argent pour les faire marcher à cause des lois et de la réglementation Dodd-Frank.*

Les banques ne veulent pas leur en prêter. Alors, Jamie, nous allons parler de tout cela du point de vue de l'industrie bancaire. » (Trump 2017)

« Jamie », c'est M. James Dimon, le dirigeant de la banque américaine JP Morgan Chase, l'une des plus importantes au monde. Quelques mois plus tard, le Secrétaire d'Etat au Trésor, M. Steven Mnuchin, déclara à son tour : « *Réguler de manière appropriée le système financier américain est primordial afin d'augmenter la croissance économique du pays et afin de créer des opportunités pour tous les américains qui bénéficieront de cette reprise économique* » (Mnuchin 2017).

2.2 Pourquoi les politiques ont-ils déréglementé depuis les années 1980 ?

Les discours de MM. Reagan, Clinton et Trump illustrent bien le fait que les présidents américains successifs ont justifié la déréglementation du système financier en affirmant que le système financier n'en serait que plus efficace, qu'elle entraînerait dans son sillage de la croissance économique et de la création d'emplois et que le peuple américain tout entier profiterait de cela. Il est impossible de savoir si ces trois Présidents croyaient sincèrement en ce qu'ils disaient au moment où ils prononçaient ces discours - les raisons invoquées officiellement par les hommes politiques pour justifier leurs décisions ne constituant pas toujours leur véritable motivation. Mais selon nous les quatre points suivants méritent d'être discutés pour justifier les décisions prises par les hommes politiques américains qui allaient dans le sens de la déréglementation : i) Les politiques américains ont-ils été influencés par une idéologie économique dominante ? ii) Le financement privé des campagnes électorales américaines iii) Les activités de lobbying du secteur financier iv) Le rôle joué par les allers-retours professionnels entre Washington et Wall Street.

2.2.1 Une idéologie économique en faveur de la déréglementation

Une idéologie est constituée de l'ensemble des idées portées par un individu ou par un groupe d'individus expliquant comment la société et l'économie devraient être organisées à leurs yeux. La particularité de ces idées bien ancrées est de rester assez stables dans le temps et de résister la plupart du temps à la réalité des faits ou des analyses. Une idéologie peut porter sur le système fiscal, sur le droit à l'avortement, sur le contrôle des armes, etc. Dans son ouvrage portant sur le fonctionnement de la vie politique américaine, M. Noel (2013) a montré qu'une idéologie politique était constituée par l'ensemble des préférences qui façonnait et organisait chaque parti.

Au cours des dernières décennies, l'idéologie libérale (libérale sur un plan économique et sur le sujet du port d'armes) est progressivement devenue l'ADN du Parti Républicain américain. Ce parti politique loue l'existence d'individus libres dans une société libre, il répand l'idée que l'Etat doit intervenir le moins possible dans le monde économique et que les agents économiques doivent rester le plus autonomes possibles. La plateforme du Parti Républicain de 1980 indiquait déjà qu'il devenait nécessaire de défendre l'individu contre le gouvernement et que la promulgation de nouvelles lois en faveur de la déréglementation du système financier dynamiserait la libre entreprise. Près de quarante ans plus tard, en 2016, la plateforme du parti indiquait : « *regulation [is] the Quiet Tyranny* », c'est-à-dire que la réglementation était une forme de tyrannie silencieuse et que les lois de réglementation Dodd-Frank étouffaient les petites banques et les institutions financières du prêt. Les Républicains expriment ainsi avec force leur foi dans l'idéologie de la déréglementation. Leur croyance, c'est que le marché est naturellement efficient et que les acteurs financiers sauront s'auto-réguler et préserver les intérêts de leurs banques et de leurs clients. Malgré l'anarchie et l'absence de règles qui ont mené à la crise financière de 2008 et malgré la mise en évidence des dérives qui ont conduit à ce désastre (cf. la première partie de ce travail), la position du Parti Républicain sur le sujet de la déréglementation financière n'a pas bougé d'un iota.

De l'autre côté de l'échiquier politique américain, le Parti Démocrate a lui aussi participé dès les années 1990 au mouvement de dérégulation du système financier, sous l'impulsion des conseillers du Président Clinton, MM. Robert Rubin et Lawrence Summers (déjà cités plus haut). Lors de la campagne présidentielle de 1992, M. William « Bill » Clinton s'est présenté comme le candidat qui voulait limiter l'intervention du gouvernement dans l'économie. La plateforme politique du Parti indiquait alors sur son site internet : « *Nous croyons en la libre entreprise et au pouvoir des forces de marché* ». Au moment de la crise de 2008, le Parti Démocrate s'est divisé sur le sujet : fallait-il ou non réglementer davantage le secteur financier désormais ? En 2016, la plateforme des Démocrates allait plutôt dans le sens de plus de réglementation : « *Nous allons avec vigueur renforcer les lois de réglementation Dodd-Franck de Barack Obama* », « *Nous devons traiter des risques présents dans les grosses banques et dans tout le système financier* », « *Les démocrates n'hésiteront pas à renforcer le pouvoir des régulateurs et des autorités afin qu'ils puissent casser les grandes banques si cela s'avérait nécessaire pour protéger le public et la stabilité financière* ». Mais malgré ces intentions officielles, dix-sept Sénateurs démocrates ont voté en mars 2018 en faveur de l'abrogation d'une partie des lois Dodd-Frank. En mai 2018, 33 élus

démocrates votèrent pour cette même loi d'abrogation à la Chambre des Représentants, tandis que 158 démocrates votaient contre, mettant un peu plus en lumière les divisions internes du parti Démocrate sur ce thème.

Selon le politologue M. Thomas Frank (2016), les élites du parti Démocrate ont sciemment décidé dans les années 1980 d'abandonner la classe ouvrière blanche pour se tourner vers d'autres types d'électorats : les personnes éduquées et « connectées » travaillant dans les entreprises privées, les professionnels de la banque, les avocats, les médecins, les enseignants ou encore les scientifiques, ainsi que les minorités ethniques ou sexuelles. Ce changement de stratégie expliquerait en partie les politiques de dérégulation appliquées par le Président Clinton en faveur du système financier ainsi que l'échec relatif du Président Obama à réellement changer Wall Street au cours de ses deux mandats (2008-2016).

La forte poussée de déréglementation qu'ont connue les Etats-Unis entre 1980 et 2008 a également été l'œuvre des régulateurs placés à la tête des institutions publiques en charge de la supervision du secteur financier. Ces personnes partageaient la même idéologie du « laissez-faire » et du libre marché en arguant du fait que les acteurs des institutions financières sont naturellement incités à s'autoréguler pour ne pas courir le risque de mener leur banque à la faillite. M. Scott Alvarez, qui a travaillé pendant 36 ans à la Réserve fédérale américaine et qui fut un temps un des conseillers du Conseil des Gouverneurs dans le domaine de la régulation, témoigna devant la Commission d'enquête sur la crise financière en 2010 : « *L'état d'esprit à l'époque était qu'il ne devait pas y avoir de réglementation ; nous pensions comme cela parce que c'était l'idée dominante dans les années 1990 et début 2000* » (FCIC 2011, p. 96). M. Eugene Ludwig, qui était entre 1993 et 1998 à la tête de l'*Office of the Comptroller of the Currency* (OCC), l'agence publique fédérale chargée de la supervision des banques nationales, témoigna également devant la Commission d'enquête et déclara en substance lors de son audition que les régulateurs avaient une approche « historique » des choses et que pour aller dans le sens de l'histoire il fallait peu réguler, car peu réguler était le mieux à faire à l'époque (FCIC 2011, p. 171). La Réserve fédérale de New York (2009, p. 2) a reconnu pour sa part en 2009 que la croyance selon laquelle les marchés pouvaient se réguler eux-mêmes était finalement une erreur de jugement.

Au FMI également, de nombreux économistes se déclaraient en faveur de la déréglementation du système financier durant les années 2000, tandis que d'autres économistes, dans le monde universitaire notamment, estimaient *a contrario* qu'une réglementation appropriée des institutions

financières était pertinente en raison des imperfections du marché telles que l'asymétrie d'information, l'aléa moral et le risque systémique du secteur. Une équipe d'évaluation fut mise en place par le FMI en 2001. Sa mission est de conduire des évaluations sur les activités du FMI, les plus indépendantes et objectives possibles. Un rapport officiel fut publié par cette équipe en 2011. Ce rapport (IEO 2011), qui cherchait à comprendre pourquoi les économistes du FMI n'avaient pas vu venir la crise financière de 2008, a démontré que, au cours de la période 2004-2007, le FMI voulait alors faire confiance aux institutions financières, que les risques liés à la bulle immobilière et aux innovations financières étaient faibles à ses yeux et qu'il n'y avait par conséquent pas besoin d'une réglementation plus stricte pour gérer ces risques (IEO 2011, p. vii). Le rapport a souligné le fait que les économistes du FMI n'étaient pas en mesure de comprendre ce qui se tramait aux Etats-Unis en raison de biais cognitifs et d'un certain conformisme intellectuel. La peur d'émettre un avis différent de l'idéologie dominante de l'institution était présente. En effet, des chercheurs du FMI ont reconnu qu'il leur fallait toujours terminer leurs études en concluant qu'il fallait peu réguler car, le cas contraire, c'est-à-dire une conclusion allant dans le sens de la réglementation, pouvait tout simplement mettre fin à leur carrière (IEO 2011, p. 17). C'est l'illustration du fait que l'existence d'une idéologie économique dominante et son corollaire - l'interdiction tacite de penser en dehors de ce paradigme - ont eu un effet négatif sur le travail du FMI qui fut complètement pris de court par la crise de 2008. A la suite de la publication de ce rapport sévère envers l'institution en 2011 et après le cataclysme qu'a connu le monde de la finance, l'institution internationale a fait son *mea culpa* et a quelque peu modifié sa vision des choses. Sur son blog, Mme Christine Lagarde, Directrice du FMI, écrivit en juillet 2017 : « *La période actuelle de croissance économique devrait être l'occasion pour les banques d'augmenter leurs fonds propres et de renforcer leur bilan. Une croissance économique soutenue doit également être l'occasion d'améliorer – et non de détricoter – les réglementations mises en place après 2008* » (Lagarde, 2017).

Les quatre exemples cités ci-dessus (Parti Républicain, Parti Démocrate, régulateurs et FMI) montrent le rôle que l'idéologie libérale a joué dans la genèse de la crise financière de 2008 et comment il était difficile pour un individu de s'en démarquer alors que sa propre carrière était en jeu. Il vallait mieux avoir tort avec tout le monde que raison tout seul. Nous l'avons vu, les travaux du FMI et ceux de M. Joseph Stiglitz, ainsi que le rapport de la Commission d'enquête sur la crise (FCIC), ont abouti à la même conclusion : la déréglementation inappropriée a été une des causes

majeures de la survenue de la crise financière mondiale. Pourtant, dans les années qui ont suivi 2008, ni le Parti républicain, ni M. D. Trump, ni une partie du camp Démocrate, n'ont modifié leur point de vue, ils ont continué à prôner la déréglementation financière. Nous formulons deux hypothèses pour essayer d'expliquer cette persistance : La première hypothèse, c'est que l'idéologie du « laissez-faire » est de l'ordre de la croyance religieuse, elle ne peut pas être reniée par ses adeptes, malgré la réalité des faits. La seconde hypothèse, c'est que les élus Républicains ont pris conscience qu'il faudrait réguler davantage le système financier après les évènements de 2008, mais ils ne le feront pas pour des raisons officieuses auxquelles nous allons nous intéresser dans la suite de notre travail.

2.2.2 Les financements privés de campagne électorale

Aux Etats-Unis, les campagnes électorales sont financées principalement sur fonds privés, les fonds publics représentant des sommes minimes en comparaison, et les noms des donateurs doivent être révélés. La somme d'argent versée par une entreprise ou un particulier est limitée par la loi si le groupe politique (appelé *Political Action Committees* aux Etats-Unis, ou PACs) qui bénéficie de ce don utilise l'argent de façon coordonnée avec le candidat à l'élection. Mais les choses ont changé aux Etats-Unis à partir de 2010. La Cour Suprême des Etats-Unis passa en 2010 une loi intitulée « *Citizens United v. Federal Election Commission* » qui autorisa les personnes individuelles, les entreprises privées et les syndicats à verser des sommes d'argent illimitées aux « supers PACs » (*super Political Actions Committees*), à condition que les activités de ces groupes politiques *super PACs* ne soient pas directement coordonnées avec l'équipe électorale du candidat.

Nous l'avons dit, l'identité de chaque donateur est systématiquement transmise à la *Federal Election Commission* (FEC). Mais certaines organisations aux Etats-Unis, les « 501(c)(4) organizations » (appelées ainsi car elles sont catégorisées dans l'Internal Revenue Code à la section 501(c)(4)), ayant pour but de promouvoir le bien public sans réellement faire de la politique, sont autorisées par la loi à recevoir des sommes d'argent illimitées sans obligation de révéler l'identité de leur donateur. Par exemple, la célèbre association de défense du droit au port d'arme (*the National Rifle Association* ou NRA) est une organisation de type « 501(c)(4) ». Ainsi, aux

Etats-Unis, de très nombreux candidats à l'élection présidentielle ou au Congrès ont pu bénéficier du versement de sommes d'argent illimitées de la part de personnes privées ou d'entreprises qui n'ont pas révélé leur identité en faisant transiter leur argent par des organisations de type « 501(c)(4) ».

Le *Center for Responsive Politics*, organisme indépendant basé à Washington et retraçant l'utilisation de l'argent en politique**,** collecte et fournit des données sur les fonds récoltés par les candidats lors des campagnes électorales, toutes ces données sont en libre accès sur leur site internet. Au vu de ces données, il apparaît que le secteur financier - regroupant les banques, les fonds d'investissement, les compagnies d'assurance et l'industrie du prêt immobilier - est depuis 1992 le secteur économique qui verse les plus grosses sommes d'argent lors des élections fédérales. Le tableau 1 ci-dessous montre que les sommes d'argent apportées par le secteur financier aux divers candidats a fortement augmenté à partir de 1992, passant de 130 millions de dollars en 1992 à 1,1 milliard de dollars en 2016. Ces sommes d'argent ne représentent pas la totalité des dons du secteur car il exclut les dons versés aux associations 501(c)(4). La plupart du temps, les candidats du Parti Républicain perçoivent plus d'argent que les Démocrates. En 2012, durant l'ère Obama, les donations faites aux Démocrates avaient baissé, mais elles sont remontées quand Mme Hilary Clinton est devenue la candidate à l'élection présidentielle de 2016. En 2016, selon les données du *Center for Responsive Politics*, Mme Hilary Clinton a reçu officiellement 117 millions de dollars de la part du secteur financier en financement direct de campagne, sans compter l'argent versé à des groupes politiques de soutien à la candidate. M. D. Trump aurait reçu de la part du même secteur 37 millions de dollars en 2016, et M. Jeb Bush 62 millions.

De nombreux politologues ont travaillé sur l'impact du financement des campagnes électorales par de l'argent privé sur les décisions politiques. Dans une revue de la littérature effectuée sur ce sujet, Stratmann (2005) a mis en évidence plusieurs canaux de transmission. Premièrement, le secteur financier peut verser de l'argent aux candidats ou aux partis politiques qui se déclarent d'emblée en faveur de la déréglementation pour les aider à accéder au pouvoir. Deuxièmement, le secteur financier peut donner de l'argent aux candidats ou partis politiques qui ne sont pas favorables à la déréglementation, ou qui sont indécis sur ce sujet, afin de les influencer et de les inciter à changer d'avis une fois élus. Troisièmement, le secteur financier peut décider de soutenir

le candidat favori à une élection, quel que soit son positionnement sur la déréglementation, pour avoir ensuite plus facilement accès à cet élu et à son équipe.

Tableau 1: Les dons du secteur financier aux candidats des partis politiques durant les élections fédérales de 1992 à 2016.

Année	Sommes d'argent versées par le secteur financier	La part versée aux candidats Démocrates	La part versée aux candidats Républicains
1992	130 millions de dollars	49,2 %	50,2 %
1996	191 millions	39 %	60,4%
2000	332 millions	40,8 %	58,6 %
2004	381 millions	40,9 %	58,8 %
2008	543 millions	51,3 %	48,4 %
2012	751 millions	32,3 %	67,5 %
2016	1,145 milliard	46 %	53,6 %

Note : Les données ont été extraites par l'auteur du site du Center for Responsive Politics. Pour retrouver ces données : www.opensecrets.org/industries. La somme d'argent versée inclut les dons d'individus et d'entreprises privées. Le pourcentage en additionnant la part allouée aux démocrates et celle allouée aux républicains peut ne pas atteindre 100 % car une partie des dons a pu être versée à des candidats sans parti.

La position du Parti Républicain sur la déréglementation financière étant stable dans le temps, on peut supposer que le secteur financier soutient régulièrement les campagnes électorales des candidats républicains pour les aider à accéder au pouvoir. Comme le Parti Démocrate est plus divisé sur le sujet, on peut supposer que le secteur financier financera les campagnes électorales des candidats démocrates pour les inciter, une fois élus, à être pro-déréglementation. De manière plus subtile, certains membres du Parti Démocrate pourraient décider de se prononcer publiquement en faveur de la déréglementation financière afin de percevoir de l'argent de la part de ce secteur lors d'une prochaine campagne électorale. Dans tous les cas, il sera toujours ardu pour la littérature empirique de démontrer économétriquement un effet causal direct des donations financières sur le vote des sénateurs et le choix du Président, en raison des très nombreux autres

facteurs pouvant influencer ces votes. Une autre difficulté, qui semble encore plus insurmontable que la première, va venir s'ajouter, elle a été suggérée par Powell dans une étude datant de 2010. Powell (2010) estime que les actions des hommes et femmes politiques sont en partie invisibles aux yeux du grand public et à ceux des journalistes et des chercheurs. Powell donne l'exemple d'un politique qui recevrait des dons du secteur financier et qui, en toute discrétion, pourrait intervenir en faveur de ce secteur dans les coulisses, en faisant changer une petite clause dans un texte de loi, ou bien en allant influencer un collègue législateur directement dans son bureau. Selon Powell (2010), ce travail de l'ombre serait la raison pour laquelle les chercheurs ont tant de difficultés méthodologiques à prouver un lien causal entre donations de campagne et lois.

Toutefois, quelques études réalisées par des politologues (Broockman et Kalla 2016 ; Stratmann 2002 ; Mian, Sufi & Trebbi 2010) ont réussi à mettre en évidence l'impact des donations financières sur le comportement des dirigeants politiques. Ainsi, Broockman et Kalla (2016) ont démontré que les hommes et femmes politiques, sénateurs et représentants confondus, accordaient davantage d'attention aux individus qui avaient financé leurs campagnes électorales qu'à ceux qui ne les avaient jamais financées. Broockman et Kalla (2016) ont calculé qu'un élu avait 5 fois plus de chance d'assister à une réunion politique s'il savait que des donateurs y participaient. Ces réunions offrent évidemment l'occasion aux nombreux donateurs, parmi lesquels les acteurs du système financier, de rencontrer et de parler avec les hommes et femmes politiques des sujets qui les intéressent. Stratmann (2002) a montré pour sa part que les donations d'un secteur étaient associées à des votes de loi en faveur de ce secteur, et que les législateurs des deux camps, démocrates et républicains, étaient amenés à modifier leur position si le montant des contributions financières augmentait ou diminuait. Stratmann (2002) a montré ce lien direct en examinant en détails deux sessions de votes du Congrès s'étant déroulées l'une en 1991 et l'autre en 1998, sessions qui concernaient des lois préparant la future abrogation du *Glass-Steagal-Act* en 1999. Selon l'auteur, plusieurs banques commerciales auraient soutenu ces lois de déréglementation financière en participant au financement des campagnes électorales de l'époque. Comme dans les années 1990 les électeurs américains n'avaient pas pour la plupart d'exigence électorale sur le sujet de la déréglementation financière, les élus pouvaient plus facilement se laisser influencer par d'importantes contributions de campagne. Selon Stratmann (2002), il serait d'autant plus facile « d'acheter » le vote d'un homme politique sur un sujet donné que ce sujet est peu médiatisé et/ou

présente peu d'importance aux yeux des électeurs. On le voit, le rôle des médias est primordial, car un sujet non traité par les médias grands publics restera peu connu de l'électorat. Enfin, Mian, Sufi et Trebbi (2010) se sont intéressés à la loi *Emergency Economic Stabilization Act* (EESA). Cette loi, votée en octobre 2008 par la Chambre des Représentants constituée de 435 élus, devait autoriser l'Etat américain à recapitaliser les banques privées pour leur éviter la faillite. Le 3 octobre 2008, 75 % des représentants démocrates et 45 % des représentants républicains votèrent en faveur de cette loi EESA. Dans leur travail, Mian, Sufi et Trebbi (2010) ont expliqué que les Représentants étaient d'autant plus favorables à cette loi qu'ils avaient reçu des dons d'argent de la part du secteur financier. Mais comme on le voit, le principe consistant à sauver des entreprises privées avec de l'argent public a fortement divisé le parti républicain, car cette loi entrait directement en conflit avec l'idéologie de beaucoup de ses membres selon laquelle l'Etat ne doit pas intervenir dans le secteur économique.

En conclusion de cette partie, nous pouvons supposer que le financement privé des campagnes électorales par le secteur financier a, dans certains cas, directement favorisé le vote des lois de déréglementation du secteur. Le secteur financier ne dépenserait pas autant d'argent auprès des politiques s'il n'y trouvait pas son intérêt.

2.2.3 Les activités de lobbying du secteur financier

Les activités de lobbying sont autorisées et encadrées par la loi aux Etats-Unis. Elles consistent, pour un groupe d'intérêt donné, à protéger un *statu quo* favorable au groupe ou à obtenir le vote de nouvelles lois en sa faveur. Il peut s'agir de lois fiscales ou de lois de réglementation du secteur concerné. Les lobbyistes sont tantôt un groupe de citoyens tantôt une association ou une fondation, ou encore des personnes employées par le secteur dont elles défendent les intérêts. Les lobbyistes rencontrent les hommes et femmes politiques, ou leurs équipes, ils leur transmettent des rapports rédigés par des experts allant dans leur sens et peuvent lancent des campagnes de communication à destination de l'opinion publique.

Hall & Deardorff (2006) et De Figueiredo & Richter (2014) ont étudié la nature des liens qui peuvent se créer entre les lobbyistes et le monde politique. Dans la littérature, le lobbying est défini comme une activité de persuasion basée sur un argumentaire, le lobbyiste se doit de fournir une information solide à un homme politique et à son équipe pour les convaincre du bien-fondé de la loi (ou de la modification de loi) qu'il propose. Les informations fournies par le lobbyiste peuvent

être constituées de faits empiriques, d'arguments techniques, de statistiques ou de données fournies par des experts ou des chercheurs. Le lobbyiste a tout intérêt à promettre aux dirigeants politiques rencontrés que la réforme proposée sera créatrice d'emplois dans leur circonscription, que cette réforme les fera apparaître comme des législateurs actifs et que cela facilitera leur ré-élection. En effet, le but d'un homme ou femme politique est de se faire ré-élire, d'être promu et/ou d'appliquer ses vues idéologiques. Quand l'élu est déjà un allié acquis du secteur, le travail du lobbyiste consiste à l'assister techniquement dans la rédaction de nouvelles lois. Hall & Deardorff (2006) et De Figueiredo & Richter (2014) ont confirmé dans leurs travaux que les lobbyistes se retrouvaient le plus souvent chez les hommes et femmes politiques proches de leur propre point de vue, ils n'ont en effet que peu d'intérêt à entrer en contact avec des personnalités politiques totalement opposées à leurs intérêts.

L'industrie financière des Etats-Unis possède une armée de lobbyistes très active auprès des Représentants et Sénateurs Républicains étant donné l'idéologie pro-déréglementation de ce parti. En ce qui concerne les élus Démocrates, divisés sur cette question, les lobbyistes du secteur financier ont intérêt à plutôt se rapprocher des Sénateurs indécis et de ceux pro-dérégulation afin d'avoir le plus d'impact possible sur les votes.

Dans le tableau 2 (cf. page suivante), nous présentons les dépenses effectuées en matière de lobbying au cours des vingt dernières années par les diverses institutions financières, banques, compagnies d'assurance, etc. (données extraites du site de *Center for Responsible Politics*). Au vu de ces chiffres, on constate que les institutions financières dépensent plus de 200 millions de dollars chaque année en lobbying, et ces dépenses ont plus que doublé entre 1998 et 2017. Ces sommes sont dépensées principalement pour recruter des lobbyistes et pour couvrir leurs frais d'activité (frais de réunions, rédaction de rapports et frais de campagne médiatique). Le tableau indique en colonne 3 le nombre de personnes officiellement enregistrées en tant que lobbyistes. En 2017, les institutions financières employaient ainsi officiellement 2362 lobbyistes. Enfin, la dernière colonne à droite présente le pourcentage d'anciens membres d'institutions publiques (des régulateurs, des membres du personnel du Congrès ou des élus du Congrès) parmi les lobbyistes. Ainsi, sur les 2362 lobbyistes en 2017, 61,8 % travaillaient, avant de devenir lobbyiste du secteur financier, dans des institutions publiques. Le sujet du pantouflage, appelé r*evolving doors* aux Etats-Unis, sera abordé dans la suite du papier.

Tableau 2 : Dépenses annuelles des institutions financières en activités de lobbying.

Année	Dépenses en lobbying en millions de dollars	Nombre de lobbyistes déclaré par le secteur financier	Pourcentage de lobbyistes issus des administrations publiques
1998	208 millions de dollars	1761	36%
1999	214 millions	2177	38%
2000	213 millions	2307	40,6%
2001	232 millions	2093	45,6%
2002	273 millions	2377	48,21%
2003	323 millions	2421	49%
2004	338 millions	2498	51%
2005	364 millions	2759	53%
2006	380 millions	2828	53,3%
2007	426 millions	2956	55,5%
2008	456 millions	2857	57,4%
2009	477 millions	2806	59%
2010	483 millions	2601	59,2%
2011	485 millions	2465	60,3%
2012	492 millions	2381	59,5%
2013	494 millions	2385	60,7%
2014	504 millions	2349	61,8%
2015	495 millions	2332	62,2%
2016	501 millions	2232	62,4%
2017	521 millions	2362	61,8%

Source : Chiffres compilés par l'auteur à partir des données fournies sur le site du *Center for Responsive Politics*.
Pour retrouver ces données : https://www.opensecrets.org/federal-lobbying

Dans deux articles (Igan, Mishra & Tressel 2011; Keller 2015), il a été montré que l'activité de lobbying déployée par le secteur financier a pu avoir, dans certains cas, une influence sur l'évolution de la réglementation financière. Ainsi Igan, Mishra & Tressel (2011) ont montré que les activités de lobbying menées dans les années 2000 auprès des législateurs américains ont directement favorisé l'adoption de lois plus laxistes quant aux conditions d'octroi des prêts immobiliers. Selon les auteurs, les entreprises spécialisées dans le prêt immobilier hypothécaire ayant le plus dépensé en matière de lobbying sont les mêmes qui prenaient les plus gros risques et qui ont présenté le plus grand taux de défaut dans les crédits immobiliers au moment de la crise. Au cours de la période 2000-2006, 93 % des lois proposant un encadrement plus strict des prêts immobiliers et une meilleure protection des consommateurs n'ont jamais été votées, tandis que les deux grandes lois ayant permis un allègement des règles d'octroi (*American Homeownership and Economic Opportunity Act of 2000* et *American Dream Downpayment Act of 2003*) ont été, elles, adoptées par les élus des deux grands partis.

Sur ce thème de l'influence du lobbying sur l'évolution de la législation, il existe peu d'études dans la littérature car cela est difficile à prouver économétriquement. Nous présentons pour finir ce chapitre une étude réalisée par Keller (2015), certes dans le cadre européen, mais l'étude a pour principal intérêt de montrer quels moyens le lobbying est prêt à utiliser pour parvenir à ses fins. Keller (2015) a montré que les activités de lobbying du secteur financier allemand – auquel s'étaient alliés ceux d'autres pays européens - ont réussi en 2012 à infléchir la législation européenne sur les exigences en capital propre. Dans un premier temps, les lobbyistes allemands œuvrant pour le secteur bancaire ont logiquement ciblé les régulateurs (Banque Centrale d'Allemagne et la Commission Européenne à Bruxelles) à l'aide d'une stratégie technocratique mettant en avant des compétences d'experts et des données empiriques. L'argument principal des lobbyistes était que si l'exigence en capital propre augmentait, cela provoquerait une baisse des crédits bancaires aux petites entreprises, ce qui conduirait à un ralentissement économique et à la perte possible de 7,5 millions d'emplois. Les régulateurs ne furent pas convaincus par ces arguments techniques et ils demandèrent à leurs propres experts une contre-expertise. A la suite de cet échec, les lobbyistes allemands changèrent de stratégie et décidèrent de s'adresser aux médias grands publics et aux dirigeants politiques allemands, en agitant le spectre de la crise économique si la nouvelle réglementation sur les fonds propres était adoptée. Une étude rédigée par des économistes allemands à la demande du secteur bancaire commença alors à circuler dans les associations

économiques du pays, puis dans les médias et dans la presse économique. Cette couverture médiatique fit que le sujet de la réglementation devint un sujet politique et que les lobbyistes approchèrent les députés du parlement allemand et l'équipe d'Angela Merkel, alors chancelière d'Allemagne, en leur répétant que cette nouvelle régulation était inappropriée. Une équipe du Ministère allemand de l'économie s'envola alors pour Bruxelles afin de discuter avec des membres du parlement européen. Et finalement, ce fut le parlement européen qui reprit à son compte l'idée selon laquelle cette nouvelle régulation pourrait constituer une menace pour l'ensemble de l'économie européenne. Ainsi le travail des lobbyistes a permis d'éviter une augmentation des exigences en capital propre pour les banques prêtant aux petites et moyennes entreprises.

L'économie et la finance sont des sujets techniques. Les dirigeants politiques, tout comme les journalistes et la population en général, sont obligés de se fier aux rapports des experts afin de se forger une opinion sur tel ou tel sujet, n'étant pas formés à réaliser eux-mêmes les études complexes et indispensables pour obtenir des données pertinentes. Mais nous venons de le montrer, les femmes et hommes politiques ne devraient pas se forger une opinion sur un sujet technique en se basant uniquement sur des rapports fournis par des lobbyistes, les conflits d'intérêt sont trop évidents. Les politiques devraient demander, pour chaque décision à prendre, une contre-expertise en ayant recours à des spécialistes qui n'ont aucun lien avec le secteur concerné, et ce afin de garantir un minimum d'objectivité dans les décisions et les votes.

2.2.4 Allers-retours professionnels entre Wall Street et Washington

Les allers-retours professionnels entre le secteur public et le secteur privé, communément désignés sous le terme de *revolving doors* (portes tournantes en français) ou de pantouflage, caractérisent le fait qu'un individu peut travailler durant des années pour une banque ou un fonds d'investissement et être ensuite recruté dans une institution de régulation du secteur bancaire, ou inversement. Dans le tableau n°3 (cf. page suivante), nous avons choisi d'illustrer ce phénomène en prenant l'exemple des secrétaires au Trésor (l'équivalent des ministres de l'économie et des finances aux Etats-Unis). A la lecture de ce tableau, on constate que, entre 1980 et 2020, 10 sur 12 des secrétaires au Trésor ont travaillé à un moment de leur carrière pour des banques ou des fonds d'investissement. Par exemple, avant d'être nommé secrétaire au Trésor par M. D. Trump, M. Steven Mnuchin avait travaillé durant 17 ans pour le compte de la banque Goldman Sachs.

Tableau 3 : Liste des secrétaires au Trésor américain, 1981-2020.

Source : Données compilées par l'auteur à partir des CV des secrétaires d'Etat

Nom	Poste occupé avant d'être nommé secrétaire au Trésor	Secrétaire au Trésor	Poste occupé après le ministère
D. Regan	Merrill Lynch (1971-1980)	1981-1985	Retraite
J. Baker	Avocat, politicien	1985-1988	Homme politique
N. Brady	Banquier à Dillon, Read and co (banque d'investissement, 1954-1988)	1988-1993	Fondateur et président de Darby Overseas Investments (fonds d'investissement)
L. Bentsen	Sénateur	1993-1994	Retraite
R. Rubin	Goldman Sachs (1966-1992)	1995-1999	Citigroup (1999-2009)
L. Summers	Economiste, carrière académique	1999-2001	Président de Harvard University (2001-2006), Hedge Fund D.E. Shaw & co (2006-2008), conférencier
P. O'Neill	Alcoa (1987-1999)	2001-2002	Fonds Blackstone (en 2003), Directeur de plusieurs firmes privées
J. Snow	CSX Corporation (dans l'industrie du chemin de fer, 1985-2003)	2003-2006	Cerberus Capital Management (à partir de 2006, fonds d'investissement)
H. Paulson	Goldman Sachs (1974-2006)	2006-2008	Paulson Institute (Think Tank)
T. Geithner	Federal Reserve Bank de New York (2003-2009), FMI (2001-2003)	2009-2013	Warburg Pincus (fonds d'investissement)
J. Lew	Politicien, carrière académique et Citigroup (2006-2008)	2013-2017	Lindsay Goldberg (fonds d'investissement)
S. Mnuchin	Goldman Sachs (1985-2002), Dune Capital Management (hedge fund, 2004-2013)	2017-2021	Fondateur du fonds d'investissement Liberty Strategic Capital

Plusieurs secrétaires (Brady, O'Neill, Snow, Geithner et Lew) ont rejoint des fonds d'investissements à Wall Street après être passés au Trésor américain. Ces allers-retours public-privé ont sans doute pour motivation première le fait de gagner de plus gros salaires. Les rémunérations sont en effet bien plus élevées dans le secteur privé et, comme l'a tranquillement énoncé M. Ben Bernanke, qui fut à la tête de la Réserve fédérale américaine entre 2006 et 2014, devant la Commission d'enquête sur la crise financière : « *C'est assez simple, jamais le gouvernement fédéral ne pourra payer ce que Wall Street peut payer* » (FCIC 2011, p. 64).

Mais nous allons plutôt nous pencher sur les phénomènes d'influence inhérents au système des *revolving doors*. Premièrement, le secteur financier peut obtenir une réglementation plus favorable de la part de personnes travaillant dans le public (un fonctionnaire de régulation, un sénateur, un membre du gouvernement influent, etc.) en échange de la promesse d'un futur poste très bien rémunéré dans le privé. Deuxièmement, les personnes qui ont travaillé pendant 10 ou 20 ans à Wall Street peuvent finir par intégrer la pensée collective de ce secteur et ses croyances en faveur de toujours plus de dérégulation. Une fois recrutée dans le secteur public, cette même personne favorisera les lois pro-déréglementation, un phénomène connu sous le nom de « capture cognitive ». Troisièmement, les anciens cadres du privé devenus régulateurs ou législateurs ont le plus souvent conservé des liens privilégiés avec leurs anciens collègues, ce qui risque d'entraîner un biais pro-secteur financier dans leurs activités. L'inverse est également vrai : d'anciens régulateurs ou législateurs devenus des banquiers privés ont pu conserver un accès privilégié à Washington ou à la Réserve fédérale, ce qui leur permet de se faire les porte-voix de leur nouvel employeur.

Plusieurs travaux ont mis en évidence le fait que les allers-retours professionnels public-privé et les connections sociales public-privé qui en découlent ont une influence sur le comportement des législateurs et des régulateurs. Par exemple, Acemoglu, Johnson, Kermani, Kwak & Mitton (2016) ont montré dans leur étude que la nomination de M. Timothy Geithner au poste de secrétaire au Trésor en 2009 avait entraîné la hausse de la valeur des actions des entreprises qui avaient des liens forts avec M. Geithner par rapport aux entreprises qui n'avaient aucun lien avec lui - le lien pris en compte dans cette étude était de savoir si M. Geithner connaissait personnellement ou non les dirigeants de la firme en question. Les auteurs ont proposé plusieurs explications à cette sur-performance des actions des entreprises dont les dirigeants étaient des proches du nouveau Ministre : les acteurs des marchés-actions ont pu se dire que le nouveau secrétaire au Trésor saurait

utiliser ses pouvoirs en temps de crise (la crise financière était survenue l'année précédente) et que le connaître personnellement constituait sans doute un avantage pour une entreprise donnée. De plus, M. Tim Geithner travaillait auparavant pour la Réserve fédérale de New York. Lorsqu'il a été nommé secrétaire au Trésor, il a naturellement constitué une équipe avec des gens qu'il connaissait, c'est-à-dire des employés des institutions financières privées de Wall Street. Par exemple, M. Lee Sachs, qui travaillait avant pour la banque Bear Stearns, s'est vu chargé au sein de la nouvelle équipe de réfléchir aux prochaines lois sur le secteur financier. M. Matt Kabaker, membre auparavant du fonds d'investissement Blackstone, fut chargé de la réflexion sur les questions financières. M. Mark Patterson, lobbyiste pour le compte de Goldman Sachs avant 2008, fut nommé chef de cette équipe. Il est remarquable de noter que les Etats-Unis ne craignent pas les conflits d'intérêt potentiels et qu'il n'existe pas de loi pour s'en prémunir au moment de nommer les membres d'une équipe ministérielle.

Igan et Mishra (2012) ont eux aussi montré que les liens existant entre les membres du Congrès américain, les lobbyistes et le secteur de la finance ont influencé les législateurs dans le sens de la déréglementation sur la période 1999-2006. Pour les auteurs, le recrutement de lobbyistes qui pouvaient se targuer de liens avec les législateurs a été privilégié, et les performances de ces lobbyistes à influencer les législateurs étaient meilleures que celles de lobbyistes n'ayant aucun lien social avec les politiques.

Pour finir, Mishra et Reshef (2018) ont étudié le phénomène de capture cognitive en s'intéressant à l'action des banquiers responsables de banques centrales dans le monde sur la période 1970-2011. Leur principal résultat est qu'un banquier central possédant une expérience professionnelle dans le secteur privé déréglemente plus qu'un banquier central sans expérience professionnelle dans le privé. Les auteurs avancent deux explications principales : Premièrement, le fait de travailler plusieurs années dans le secteur privé crée un état d'esprit pro-déréglémentation et pro-business, c'est ce que l'on appelle la capture cognitive. Deuxièmement, les gouvernements qui souhaitent déréglementer le secteur financier nomment avant tout des professionnels du système privé plutôt que des universitaires, par exemple, faisant l'hypothèse que les premiers nommés ont une plus grande connaissance du secteur privé et seront plus à même de faire les réformes en faveur de la déréglementation. La base de données des auteurs montre que 20 % des banquiers centraux dans le monde travaillaient dans le secteur privé avant de travailler dans une Banque centrale, et que 25 % de ces banquiers centraux sont partis travailler dans le secteur financier privé après leur passage

par la Banque centrale. En guise d'exemple, citons M. Alan Greenspan qui travaillait dans un cabinet de conseil avant de devenir le gouverneur de la Réserve fédérale ou encore M. Mario Draghi qui était employé par la banque Goldman Sachs avant d'être nommé à la tête de la Banque Centrale européenne.

Conclusion

Dans notre étude, nous avons rapporté les analyses et conclusions sur les causes de la crise financière de la Commission d'enquête sur la crise financière (FCIC 2011), du Prix Nobel d'économie M. Joseph Stiglitz (Stiglitz 2010) et celles du Fonds Monétaire International. Ces trois sources partagent la même analyse : la déréglementation inappropriée du système financier et la supervision insuffisante des régulateurs américains sont les causes principales de la crise mondiale de 2008.

Depuis les années 1980, les Républicains comme les Démocrates ont chacun leur tour déréglementé le système financier, les banques et l'industrie du prêt immobilier au nom de l'idéologie libérale. Une décennie à peine après le désastre économique de 2008, le Président Trump a de nouveau déréglementé en s'attaquant aux régulations Dodd-Frank mises en place sous l'administration de Barack Obama.

Cette propension à la déréglementation est due à de multiples facteurs d'ordre politique et sociologique. Le paradigme idéologique pro-marché, le financement privé des campagnes électorales, les activités de lobbying du secteur bancaire et les allers-retours professionnels entre Wall Street et Washington ont fabriqué aux Etats-Unis une opinion et une ambiance en faveur de la déréglementation. Au final, ce sont bien les hommes et les femmes politiques américains ayant voté les lois en faveur de la déréglementation qui sont les responsables de cette crise financière majeure. Or, force est de constater qu'aucune de ces personnes n'a eu à répondre de ses décisions si graves, tandis que les victimes de cette catastrophe économique, et en premier lieu les ménages américains les plus modestes, n'ont pas été dédommagées pour les pertes qu'elles ont subies.

Pour conclure, nous pensons que l'histoire de la crise financière de 2008 pose la question de la responsabilité politique de ceux qui ont déréglementé et la responsabilité pénale des individus qui, au sein des banques, ont fraudé. Ceux qui ont causé la crise financière de 2008 n'ont jamais eu à répondre de leurs actes.

Déclaration

L'auteur déclare n'avoir aucun conflit d'intérêt.

Remerciement

Je remercie Vincent Daneluzzi pour sa relecture attentive du texte.

Références bibliographiques

Abrams R., et P. Lattman. 2013. 'Ex-Credit Suisse Executive Sentenced in Mortgage Bond Case.' The New York Times. Mai 2021. URL https://dealbook.nytimes.com/2013/11/22/ex-credit-suisse-executive-sentenced-in-mortgage-case/.

Acemoglu D., S. Johnson, A. Kermani, J. Kwak, et T. Mitton. 2016. 'The value of connections in turbulent times: Evidence from the United States.' *Journal of Financial Economics* 121, 2: 368-391.

Ansolabehere S., J.M. de Figueiredo., et J. M. Snyder Jr. 2003. 'Why is there so little money in U.S. politics?' Journal of Economic Perspectives 17, 1: 105-130.

Blodget H. 2010. 'Bill Clinton: Larry Summers and Bob Rubin Gave Me Lousy Advice About Derivatives.' Business Insider. Mai 2021. URL https://www.businessinsider.com/henry-blodget-bill-clinton-larry-summers-and-bob-rubin-gave-me-lousy-advice-about-derivatives-2010-4?IR=T

Bronars S., et J. Lott. 1997. 'Do campaign donations alter how a politician votes? Or, do donors support candidates who value the same things that they do?' *Journal of Law and Economics* 40, 2: 317-350.

Broockman D., et J. L. Kalla. 2016. 'Campaign Contributions Facilitate Access to Congressional Officials: A Randomized Field Experiment.' *American Journal of Political Science* 60, 3: 545-558.

Bucks B., et K. Pence. 2008. 'Do Borrowers Know Their Mortgage Terms?' *Journal of Urban Economics* 64, 2: 218-233.

Clinton W. J. 1999. 'Statement on Signing the Gramm-Leach-Bliley Act. U.S. Government Information.' U.S. Government Information. Mai 2021. URL https://www.presidency.ucsb.edu/documents/statement-signing-the-gramm-leach-bliley-act

De Figueiredo J. M., et B. Kelleher Richter. 2004. 'Advancing the Empirical Research on Lobbying.' *Annual Review of Political Science* 17 : 163-185.

Elliott L. 2012. ‘Sir Mervyn King admits: we did too little to warn of economic crisis.’ The Guardian. Mai 2021. URL https://www.theguardian.com/business/2012/may/02/mervyn-king-we-did-too-little-warn-economic-crisis

FCIC, Financial Crisis Inquiry Commission, 2011. ‘The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States.’ Edition officielle du Gouvernement des Etats-Unis. ISBN 978-0-16-087727-8.

Federal Reserve Bank of New York. 2009. ‘Report on Systemic Risk and Supervision.’ Mai 2021. https://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/2009-08 05%20FRBNY%20Report%20on%20Systemic%20Risk%20and%20Supervision%20Draft.pdf

Ferguson R. 2003. ‘The Future of Financial Services.’ Remarks and paper presented by Vice Chairman Roger Ferguson At the Future of Financial Services Conference, University of Massachusetts, Boston, Massachusetts, Octobre 8.

Fitoussi J.P., et J.E. Stiglitz. 2009. ‘The Ways out the Crisis and the Building of a more Cohesive World.’ Papier de recherche de l’OFCE. No. 17.

Frank T. 2016. *Listen, Liberal. Or, What Ever Happened to the Party of the People?* Metropolitan Books-Henry Holt & Company.

Gerstein J. 2014. ‘Holder: no banks too big to jail.’ Politico.com. Mai 2021. URL https://www.politico.com/blogs/under-the-radar/2014/05/holder-no-banks-too-big-to-jail-187961

Gorton G., et A. Metrick. 2012. ‘Getting Up to Speed on the Financial Crisis: A One-Weekend Reader’s Guide.’ *Journal of Economic Literature* 50,1: 128-150.

Greenspan A. 1998. ‘Testimony of Chairman Alan Greenspan. The regulation of OTC derivatives.’ The Federal Reserve Board. Mai 2021.

URL https://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1998/19980724.htm

Hall R., et A.V. Deardorff. 2006. ‘Lobbying as Legislative Subsidy.’ *The American Political Science Review* 100, 1: 69-84.

Holder E. 2014. ‘Attorney General Holder Speaks at Press Conference Announcing Major Financial Fraud.’ The U.S. Department of Justice. Mai 2021. URL https://www.justice.gov/opa/speech/attorney-general-holder-speaks-press-conference-announcing-major-financial-fraud

IEO, Independent Evaluation Office, 2011. ‘IMF Performance in the Run-Up to the Financial and Economic Crisis.’ Independent Evaluation Office Reports.

Igan D., M. Prachi et T. Tressel. 2011. ‘A fistful of dollars: lobbying and the financial crisis.’ *NBER* Working Paper No. 17076.

Igan, D. et P. Mishra. 2012. ‘Three’s Company: Wall Street, Capitol Hill, and K Street.’ Research Department, International Monetary Fund, 2012.

IMF. 2008. ‘The Recent Financial Turmoil - Initial Assessment, Policy Lessons, and Implications for Fund Surveillance.’

IMF. 2008a. ‘Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness.’ Global Financial Stability Report.

IMF. 2009. ‘Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy.’

IMF. 2009a. ‘Initial Lessons of the Crisis.’ The Research, Monetary and Capital Markets, and Strategy, Policy, and Review Departments.

IMF. 2009b. ‘Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management.’ The Monetary and Capital Markets Department.

IMF. 2017. ‘Household debt and financial stability’. In *Is Growth At Risk?*, chapitre 2 du Global Financial Stability Report.

Johnson S., et J. Kwak. 2010. *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*. New York: Random House, Pantheon Books.

Keller E. 2015. ‘Forging a new Mittelstand Compromise: Lobbying Strategies and Business Influence after the Financial Crisis.’ European University Institute, papier de recherche No. 19.

Krugman P. 2012. *End this depression now*. W.W. Norton & Company.

Lagarde C. 2017. ‘No Time to Stand Still: Strengthening Global Growth and Building Inclusive Economies.’ International Monetary Fund. Novembre 2019. URL https://blogs.imf.org/2017/07/05/no-time-to-stand-still-strengthening-global-growth-and-building-inclusive-economies/.

Lo A.W. 2012. ‘Reading About the Financial Crisis: A Twenty-One-Book Review.’ *Journal of Economic Literature* 50, 1: 151-178.

Mian A., A. Sufi et F. Trebbi. 2010. ‘The Political Economy of the US Mortgage Default Crisis.’ *American Economic Review* 100: 1967-1998.

Mishra P., et A. Reshef. 2018. ‘How do Central Bank Governors Matter? Regulation and the financial sector.’ Working paper. Novembre 2019. URL http://www.parisschoolofeconomics.com/reshef-ariell/papers/MR_CBG_may2018.pdf

Mnuchin S. 2017. 'Treasury Releases First Report on Core Principles of Financial Regulation Stimulating Economic Growth, Increasing Access to Capital and Taxpayer Protection Are Top Priorities.' U.S. Department of the Treasury. Novembre 2019. URL https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/sm0106.aspx

Noel H. 2013. *Political ideologies and political parties in America*. New York Cambridge University Press.

OECD. 2011. 'Divided we stand: Why inequality keeps rising.' An Organisation for Economic Co-operation and Development report. URL https://www.oecd.org/els/soc/49170768.pdf

Philippon T., et A. Reshef. 2012. 'Wages and Human Capital in the U.S. Finance Industry: 1909-2006.' *The Quarterly Journal of Economics* 127, 4: 1551-1609.

Pozsar Z. 2011. 'Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System.' International Monetary Fund Working Paper No. 11:190.

Powell L.W. 2010. 'The Influence of Campaign Contributions in State Legislatures.' An American Political Science Association Annual Meeting Paper. URL https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1644151

Rajan R. 2010. *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton NJ: Princeton University Press.

Reagan R. 1982. 'Remarks on Signing the Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982.' Ronald Reagan Presidential Library and Museum. URL https://www.reaganlibrary.gov/research/speeches/101582b

Reinhart C.M., et K.S. Rogoff. 2008. 'Is the 2007 US Sub-prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison.' *American Economic Review* 98, 2: 339-44.

Roubini N., et S. Mihm. 2010. *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*. New York: Penguin Press.

SEC. 2008. 'Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies.' United States Securities and Exchange Commission.

Stiglitz J. E. 2010. *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. W.W. Norton & Company.

Stone D.A. 1989. 'Causal Stories and the Formation of Policy Agendas.' *Political Science Quarterly* 104, 2: 281-300.

Stratmann T. 2002. ‘Can special interests buy congressional votes? Evidence from financial services legislation.’ *Journal of Law and Economics* 45, 2: 345-74.

Stratmann T. 2005. ‘Some talk: Money in politics. A (partial) review of the literature.’ *Public Choice* 124: 135-156.

Strauss-Kahn D. 2010. ‘The Triple Comeback. The Impact of the Financial Crisis on Global Economic Governance.’ International Monetary Fund site. URL https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp120810

Swecker C. 2004. ‘Statement of Chris Swecker Before the House Financial Services Subcommittee on Housing and Community Opportunity.’ U.S. House Committee on Financial Services. URL https://archives-financialservices.house.gov/media/pdf/100704cs.pdf

Thrush G. 2018. ‘Mulvaney, Watchdog Bureau’s Leader, Advises Bankers on Ways to Curtail Agency.’ The New York Times. Mai 2020. URL https://www.nytimes.com/2018/04/24/us/mulvaney-consumer-financial-protection-bureau.html

Trump D. 2017. ‘Remarks by President Trump in Strategy and Policy Forum.’ The White House. May 2021. URL https://trumpwhitehouse.archives.gov/briefings-statements/remarks-president-trump-strategy-policy-forum/

Valckx N. 2017. ‘Rising Household Debt: What it Means for Growth and Stability.’ The International Monetary Fund. Octobre 2019. URL https://blogs.imf.org/2017/10/03/rising-household-debt-what-it-means-for-growth-and-stability/

Van Treeck T. 2014. ‘Does inequality cause the U.S. Financial crisis?’ *Journal of Economic Surveys* 28, 3: 421-448.

World Inequality Report. 2018. Coordonné par Facundo Alvaredo, Lucas Chancel, Thomas Piketty, Emmanuel Saez et Gabriel Zucman. Laboratoire sur les inégalités.