

Goldman: Sachs, drubs and rock 'n roll

ROB COX*

The musician Dr. Hook once noted that there's nothing more thrilling than appearing on the cover of Rolling Stone. Goldman Sachs begs to differ. Though the investment bank is pictorially gazumped by the Jonas Brothers, the glossy advertises a 12-page manifesto on the firm's role in causing various plagues, from the housing crisis and oil price spikes to general famine. At the risk of being branded by the screed's author one of the "thousand hacks out there willing to pimp Goldman's viewpoint", the arguments for the firm's evildoing aren't really new, they're porous and come in a package that diminishes their credibility.

But the investment bank is fair game. Goldman probably is a shade too influential; it does make tons of money - and its fair share of mistakes. Indeed, perhaps what's most surprising about the brouhaha is Goldman's dismissive response to it. Goldman has often made money while others have suffered and it has benefited from decisions made by powerful people in high office, including its alumni. The stretch is in seeing the firm as some sort of organised cabal like the "Illuminati" of Da Vinci Code author Dan Brown's imaginings.

Sure, it's possible that beneath the Treasury there wends a secret passageway to a torch-lit altar where Hank Paulson, Bob Rubin, John Thain, Ed Liddy, Josh Bolten, Stephen Freidman, Bill Dudley, Mark Patterson, Gary Gensler, Neel Kashkari, Robert Steel and others don robes, drink bull's blood and paddle each other silly.

But the real problem is one of excessive groupthink. Goldman is a highly successful franchise that pays generously. This attracts very bright people who are taught to embrace a shared business culture. They make money at an early age, which allows them to move on to less lucrative positions in government. They take with them certain shared beliefs. Some may be benign: Capitalist economies are better than planned ones, etc. But others, such as the notion that markets can regulate themselves, have proven flawed.

Goldman's chief Lloyd Blankfein has expressed contrition for the firm's contributions to the bubble. The firm did not participate in the Rolling Stone article, and has since issued glib responses to it. But now that Goldman has made the cover, it may find addressing the issues head on - and acknowledging the downside of groupthink - is a more profitable and honest endeavor.

Context news: Goldman Sachs is engaged in a public war of words with Matt Taibbi, a contributing editor at Rolling Stone, over an article authored by Taibbi published in the current issue of the magazine. The thesis of the 12-page story titled, "The Wall Street Bubble Mafia: How Goldman Sachs took over Washington by engineering every major market manipulation since the Great Depression," focuses on Goldman's ability to profit from and persevere through booms and busts that have taken down rival banks.

* Breakingviews

Sus au risque systémique!

HENRI SCHWAMM*

On commence à entrevoir les contours de la future réglementation/supervision bancaire. Les situations diffèrent d'un continent à l'autre et, à l'intérieur de ceux-ci, d'un pays à l'autre. Tout le monde semble toutefois partager une crainte majeure, celle que le système financier tout entier s'écroule, comme cela a failli être le cas l'automne dernier.

Pour tous les organismes régulateurs, l'objectif le plus important consiste donc à contrôler le risque systémique, à savoir celui qu'un événement entraîne une destruction de valeur économique et/ou une perte de confiance dans le système financier susceptibles d'avoir de graves répercussions sur l'économie réelle. Tout le reste est secondaire. Le Livre blanc du Trésor américain, le Rapport de Larosière et la Turner Review sont de cet avis. Et la Suisse, par la voix de Markus Staub de l'ASB, ne fait pas exception à la règle en demandant, elle aussi, que la limitation du risque

systémique figure au centre de tous les efforts de régulation et de supervision des banques, des marchés financiers et des assurances.

Le risque systémique est LE risque que les régulateurs du monde entier doivent à l'avenir mieux prendre en compte. Ils n'ont pas su l'identifier, ni le surveiller, ni le capturer en termes prudentiels. À bien des égards, il est la résultante du risque de liquidité, d'un effet de levier décuplé par l'innovation financière et des risques de transformation. Ces facteurs - non exhaustifs - ne sont pas simples à appréhender au niveau d'un établissement. Ils le sont encore moins lorsqu'on se place au niveau du système financier dans son ensemble. C'est pourtant le défi qu'il faut relever aujourd'hui. Comment?

La feuille de route du G20 prévoit la nécessité de renforcer la réglementation prudentielle dans trois directions: 1. Il faut renforcer les exigences en capital et les rendre plus contra-cycliques en introduisant un système de «cousin» de capital de sécurité; 2. Il faut améliorer

la qualité du capital; 3. Il convient de compléter l'arsenal avec une mesure simple permettant de mesurer l'effet de levier, afin de compléter les informations fournies par le ratio de solvabilité.

Le périmètre actuel de la réglementation et de la supervision est inadéquat, car trop étroit. Les dispositifs en place reposent sur l'idée implicite que seules les banques, parce qu'elles collectent les dépôts, sont sources de risques pour l'ensemble du système. C'était vrai, mais ce n'est plus du tout le cas aujourd'hui. Il est désormais évident que toutes les institutions et tous les marchés d'importance systémique doivent être régulés, à savoir les agences de notation, les hedge funds et les marchés de dérivés de crédit. Le principe général est dès lors d'abandonner une régulation structurée autour de la forme juridique des institutions (banques, assurances, par exemple) et de passer à une régulation guidée par les fonctions que remplissent les acteurs dans la stabilité du système (fourniture de liquidités, collecte

de dépôts, tenue de marché, etc.). On reproche souvent aux grandes banques d'être les principales responsables du risque systémique. Les banques trop grandes pour sombrer (too big to fail) sont effectivement trop grandes. Elles ne sont pas pour autant l'unique cause du risque systémique. Un ensemble de petits établissements est également susceptible de s'écrouler, comme l'a montré la cascade de faillites bancaires dans les années 30. Limiter la dimension des banques, comme l'envisage la BNS, ne suffira pas à prévenir une crise systémique. Qui au demeurant sera chargé de quoi? La réponse n'est pas facile en raison de la forte fragmentation du paysage bancaire et réglementaire des deux côtés de l'Atlantique. Les Etats-Unis doivent jongler entre cinq organes de réglementation et de supervision différents et empiétant les uns sur les autres. Le Trésor américain veut à présent donner à la FED le pouvoir de surveiller le risque systémique des plus grandes institutions financières du pays. Mais des membres influents du Congrès insistent pour que le risque systémique soit supervisé par un nouveau conseil d'agences de régulation. Ce serait le meilleur moyen de diluer encore plus la responsabilité. La situation dans l'Union européenne n'est guère plus simple. Ses marchés financiers sont en voie d'intégration, mais il n'existe pas d'autorité réglementaire transfrontalière. Le mieux que l'on puisse espérer à ce jour est la création proposée par Jacques de Larosière d'un comité européen du

risque systémique (CERS) qui avvertirait les autorités nationales et émettrait des recommandations quand il détecterait un problème important. Reste à savoir si cette solution serait assez efficace. La Commission européenne aurait voulu que le CERS soit dirigé par le président de la BCE, le gouvernement britannique s'y est opposé.

Josef Ackermann, président de l'Institute of International Finance (IIF), plaide pour une réforme passant obligatoirement par des institutions supranationales telles que le FMI ou le Financial Stability Board (FSB). Faute de quoi, on n'éviterait pas, selon lui, une renationalisation des marchés financiers. Fort bien, mais aussi longtemps que le sauvetage des banques ou l'indemnisation des épargnants devront être financés par des moyens nationaux, les Etats voudront logiquement avoir le dernier mot.

Quoi qu'il en soit, les réformes en vue de juguler autant que possible le risque systémique devraient entrer en vigueur avant que la mémoire du tragique automne 2008 ne se soit effacée.

* Université de Genève

Méfais de l'euro

L'euro existe depuis dix ans maintenant, comme l'a rappelé la Banque centrale européenne (BCE) par la publication d'un bulletin mensuel spécial consacré à cet anniversaire en début d'année 2009. En dépit de toute célébration auto-référentielle, le bilan des avantages et des inconvénients de l'adoption d'une monnaie unique européenne est assez sombre sur le plan macroéconomique. La politique monétaire de la BCE y est pour quelque chose.

Depuis son institution, en effet, la BCE donne trop d'importance à l'objectif de stabilité des prix dans ses choix de politique monétaire, selon l'hypothèse d'inspiration monétariste que la stabilité des prix crée les meilleures conditions-cadre du côté de l'autorité monétaire afin de promouvoir la croissance économique et, de ce fait, l'augmentation du taux d'emploi à travers la zone euro. Les taux d'intérêt directeurs pour la politique monétaire ont été ainsi modifiés par le Conseil des gouverneurs de la BCE donnant de manière générale davantage d'importance à l'analyse monétaire (menée dans le cadre du second pilier de la stratégie de politique monétaire de la BCE) plutôt qu'à l'analyse économique (retracée par le premier pilier de la dite stratégie). En particulier, lorsque les résultats de l'analyse monétaire menée à la BCE laissent entrevoir des risques inflationnistes dans un avenir plus ou moins éloigné, alors que l'analyse économique de la même institution montre des risques dans la direction opposée (entendez par là le ralentissement économique et l'aggravation du chômage), le Conseil des gouverneurs décide en règle générale pour un relèvement des taux d'intérêt directeurs, avec toutes les conséquences négatives que cela peut avoir sur la croissance économique et la création de nouveaux emplois. Cela comporte en fait un biais contre la croissance économique dans la politique monétaire de la BCE depuis son institution en 1999.

De surcroît, les choix de politique monétaire européenne ont été marqués par une asymétrie évidente jusqu'à présent, comme cela a d'ailleurs été avoué par le premier président de la BCE en 2003: «nous sommes plus orientés à agir lorsque l'inflation tombe au-dessous de 1% et nous sommes aussi orientés à agir lorsque l'in-

flation menace de dépasser 2% à moyen terme». En clair, cela signifie qu'il suffit que la prévision d'inflation de la BCE affiche une tendance à aller au-delà de 2 pour cent pour déclencher une augmentation des taux d'intérêt directeurs, alors qu'il faut observer une diminution du renchérissement au-dessous de 1 pour cent pour que le Comité des gouverneurs de la BCE décide de réduire les taux d'intérêt dans la zone euro. Le biais contre la croissance économique est ainsi renforcé au détriment de l'emploi dans cette même zone monétaire. Cela est d'autant plus regrettable au vu tant des erreurs dont toute prévision économique est entachée que de la tendance générale de tout indice des prix à la consommation à surestimer le renchérissement des produits dans la réalité des faits.

Les méfaits de la politique monétaire de la BCE ont éclaté au grand jour lorsque, le 9 juillet 2008, les taux d'intérêt directeurs dans la zone euro ont été augmentés de 25 points de base, amenant le taux d'intérêt sur les opérations principales de refinancement de la BCE de 4,00 à 4,25 pour cent, alors même que la crise financière frappait déjà de plein fouet l'économie européenne et lorsque la Réserve fédérale des États-Unis avait déjà réduit ses propres taux d'intérêt directeurs de manière considérable. Cette grave erreur de la BCE a renforcé ainsi le mécanisme de transmission de la crise bancaire à travers l'ensemble de la zone euro, avec des effets de contagion à l'économie dite «réelle» qui ont aggravé la situation dans bien des pays qui ont abandonné leur souveraineté monétaire pour la transférer à l'Eurotower de Francfort (le siège de la BCE).

La crise économique et financière qui sévit à présent dans la zone euro montre les défauts de l'unification monétaire européenne, élaborée sur la base d'une conception de la monnaie et de ses mécanismes qui néglige la nature de l'émission monétaire et qui est prisonnière de la vision dichotomique de nos systèmes économiques, amenant à croire que les grands euros monétaires n'influencent pas l'économie «réelle».

SERGIO ROSSI
Université de Fribourg



IL Y A UN AN, LA BCE AUGMENTAIT SES TAUX DE 25 POINTS DE BASE ALORS MÊME QUE LA CRISE FINANCIÈRE FRAPPAIT DÉJÀ L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE. CETTE GRAVE ERREUR A RENFORCÉ AINSI LE MÉCANISME DE TRANSMISSION DE LA CRISE BANCAIRE À TRAVERS L'ENSEMBLE DE LA ZONE EURO.

EU corporate bonds: new bond street

JEFFREY GOLDFARB*

Not everything debt-related about the crisis has been a disaster. Corporate borrowers in Europe have discovered an appreciation for the bond markets. Record issuance followed the collapse in bank loans. If the shift in funding continues, it will be one of the welcome developments from the mess.

In the first half of the year, European corporate issuance tallied \$344bn. That's already a third more than was issued in all of 2008, according to Thomson Reuters. It's also 70% more than corporate loan volumes so far - a huge reversal of the borrowing mix for European companies, which have clung to the idea of "relationship banking" for longer than their US counterparts. In 2007, the \$1.4 trillion of corporate loans was six times the continent's bond issuance.

Some of the decline in loan volumes can be attributed to reduced demand. Companies have simply been investing and acquiring less to brace for the downturn. But more of it has been a result of the rapid and widespread bank deleveraging that has pushed loan prices up, and for some, all but closed the business down. Where banks have shied away from lending, investors have been all too eager to do so. Corporate bond spreads have been attractive

against low-yielding government bonds. Equities, despite their second-quarter surge, were considered too risky for many a few months ago. Even retail investors have been piling in to corporate bonds.

The liquidity in the bond markets is no panacea - now or in the future. Only large companies can access them. Moreover, investors have already started to become more discerning about which paper they buy. As spreads have come in and equities have rallied, the appeal of bonds could decline. There's a risk the tide that rushed in could flow out.

European companies also will inevitably turn back to their trusted lenders - once they can be trusted again. But having had a bigger taste of the flexibility afforded to them by the bond markets, they're apt to tap a healthier mix of liquidity going forward. They'll have the crisis to thank for that.

Context News

Corporate bond issuance in Europe totaled \$344bn through June 23, compared to \$261bn for all of 2008 and \$167bn in 2005, according to Thomson Reuters. Corporate loans in the continent year-to-date were \$199bn compared to \$674bn in 2008 and \$1.1 trillion in 2005.

* Breakingviews