

LES ERREMENTS DE LA CONFIANCE : LA FED ET LA BCE DANS LA CRISE

Jean-Paul FITOUSSI et Éloi LAURENT *

La crise financière déclenchée par les embardées du marché immobilier américain affectera-t-elle l'économie « réelle » en Europe et ailleurs ? Bien entendu ! Comment imaginer, ne serait-ce qu'une seconde, qu'une baisse brutale de la valeur d'une catégorie d'actifs, *a fortiori* s'il s'agit de l'immobilier, et qu'un accroissement du taux d'intérêt moyen (par le biais d'une augmentation des primes de risque) puissent ne pas avoir de conséquences sur la croissance et l'emploi dans un pays donné ? Quand ce pays se trouve être les États-Unis, dont la monnaie et le marché sont le cœur de notre mondialisation, la contagion planétaire ne fait, hélas, guère de doute. Ce que l'on a appelé la crise financière américaine est donc en réalité une crise économique mondiale, comme en témoigne le fait que toutes les banques centrales du globe ont été amenées à intervenir à un moment ou un autre, et continueront sans doute de le faire.

Mais le degré de gravité de la crise n'est en revanche pas connu à ce stade et la probabilité qu'elle dégénère en récession majeure et surtout durable aux États-Unis et au-delà dépend dans une large mesure du comportement adopté par les banquiers centraux, de leurs paroles et de leurs actes. Leur mission essentielle, lorsqu'ils ne parviennent pas à empêcher une crise, est de *tout faire* pour que celle-ci ne s'étende ni ne s'aggrave. Lorsque l'incertitude est à peu près complète sur les dégâts réels pour le système bancaire, notamment européen, d'une exposition déraisonnable de certains établissements de crédit au risque — exposition motivée par le désir de masquer une mauvaise gestion structurelle derrière des gains d'aubaine sur le marché hypothécaire — cette mission devient d'autant plus impérative.

Cette Lettre vise à éclairer les ressorts et la nature de la crise actuelle pour évaluer la pertinence de la réponse apportée jusqu'à présent par les deux banques centrales majeures du système monétaire international, la Fed et la BCE. On tentera ensuite de rapprocher les événements actuels de certains épisodes pertinents du passé pour s'efforcer finalement, de manière sans doute téméraire, d'en tirer les premières leçons.

Une crise attendue, mais pas anticipée

Le phénomène à l'origine de la présente crise, l'effondrement des marchés hypothécaires dits *subprime* aux États-Unis, est en fait, en soi, d'ampleur limitée¹. La contagion aux autres compartiments du marché du crédit, et finalement aux marchés boursiers, beaucoup plus grave, s'est produite pour deux raisons.

La première est la titrisation des dettes privées, un moyen *a priori* intelligent de répartir le risque pour permettre à un plus grand nombre d'emprunteurs d'avoir accès au crédit. Cette méthode a pour effet de réduire le degré de rationnement du crédit dans l'économie, voire d'en accroître le degré de justice sociale, les marchés *subprime* permettant à des emprunteurs « sous-évalués » par les banques de pouvoir tout de même accéder à la propriété. Des marchés financiers bien organisés permettent ainsi que soient émis des titres de créance gagés sur des actifs (*asset backed securities* ou ABS) et notamment des titres commerciaux gagés sur des actifs (*asset backed commercial paper* ou ABCP).

Ces titres sont pour leur majeure partie très diversifiés, reposant sur une assez large variété d'actifs, parmi lesquels se trouvent, en proportion modérée, des prêts hypothécaires immobiliers. Les titres à court terme, parce qu'ils doivent être remboursés et réémis à chaque échéance, sont aussi généralement adossés à une facilité bancaire, les banques s'engageant à fournir la liquidité nécessaire en cas « d'incident de marché ». D'autres circuits de financement fonctionnent cependant à partir d'ABCP reconvertibles à vendeur unique, assis sur des collatéraux hypothécaires. Mais la plupart de ces dispositifs sont prémunis d'une chute de la valeur de marché par des *swap* qui protégeront en dernière instance les investisseurs. Les banques doivent cependant acquérir les titres commerciaux ou

* Les auteurs remercient R. Frydman (NYU) et R. Robb (Columbia University) pour leurs commentaires sur une première version.

1. Ce n'est que parce que certains opérateurs et intermédiaires ont multiplié les comportements frauduleux, dissimulant les conditions réelles des prêts, que le nombre d'emprunteurs insolubles s'est accru au-delà de ce qu'impliquait la crise immobilière.

les actifs de long terme eux-mêmes, ce qui représente des sommes considérables. L'effet de levier négatif des dispositifs ABCP fut ainsi en moyenne de 10 milliards d'euros par jour au cours des trois dernières semaines d'août. D'autres dispositifs de titres commerciaux ne sont pas structurellement protégés de la sorte, et les investisseurs peuvent ainsi tout simplement perdre leur argent ou devoir attendre longtemps avant de pouvoir le récupérer. On peut alors comprendre comment la perte de confiance sur ce marché non protégé a pu se propager à tous les segments du marché ABCP, déclenchant une crise de liquidité généralisée. Une défiance légitime pour ces derniers titres affecte par capillarité l'ensemble des autres, tant il devient difficile d'apprécier alors le risque associé à chaque classe de titres.

Le fait le plus étonnant est que cette crise de liquidité était attendue depuis plusieurs mois, mais sans que la Fed en prenne vraiment la mesure, comme en témoignent les « minutes » de la réunion de son Comité de politique monétaire du 7 août dernier². Ben Bernanke³ reconnaît lui-même aujourd'hui à mots couverts le manque d'anticipation de la Fed. Cet arbitrage de la banque centrale américaine en faveur du risque d'accélération de l'inflation plutôt que de celui de rationnement de la liquidité pose cependant une question plus profonde sur la nature des événements actuels et sur l'apparent paradoxe qu'ils recèlent.

Excès de liquidités ou d'épargne ?

Beaucoup d'observateurs affirment, dans le débat sur la genèse de la crise actuelle, que le marché était tout simplement « trop liquide ». On voit bien ici le paradoxe : si le marché était « trop liquide », comment peut-il connaître une crise de liquidité ? Ce qu'entendent les partisans de cette thèse, c'est que les taux d'intérêt étant restés longtemps historiquement bas, le crédit était devenu « trop facile ». Il s'ensuit qu'aujourd'hui, en abreuvant le marché de liquidités pour adoucir les conséquences réelles de l'éclatement de la bulle immobilière, les banques centrales se rendraient coupables de préparer la crise de demain. Mais le déroulement des événements ne conforte pas ce scénario de laxisme coupable : la crise a éclaté après une période de hausse des taux d'intérêt monétaires, de plus de trois ans aux États-Unis et de deux ans dans la zone euro. L'idée qu'un excès de liquidités engendré par des politiques monétaires trop accommodantes serait à l'origine de la crise paraît donc fragile à l'aune de la chronologie des événements. A cela, les tenants de ce raisonnement rétorquent que le vers était dans le fruit, et que ce fut la réaction des banques centrales à la « crise d'avant » — l'explosion de la bulle technologique et la réaction aux événements du 11 septembre — qui a engendré le problème d'aujourd'hui. On frémit à la pensée de ce qui serait advenu si les banques centrales avaient, à cette époque, décidé de rester passives.

Il est un autre diagnostic que l'on peut faire, fondé sur la même phénoménologie mais prônant une autre prophylaxie. Une grande abondance de liquidités (que l'on observe dans les faits) peut en effet témoigner d'un excès de signes monétaires ou d'un excès d'épargne. Or un faisceau de preuves convergent vers la seconde hypothèse⁴. L'explosion des inégalités de revenu et de

patrimoine dans les pays riches conduit à une quête toujours plus dynamique de placements rentables ; l'augmentation considérable de la rente pétrolière et les surplus extérieurs tout aussi considérables des pays asiatiques représentent des masses colossales de capitaux, eux aussi en quête de placement. L'apparition des « fonds souverains », dont on cherche à réglementer les pratiques, ne représente que la partie émergée de l'excès d'épargne mondiale dont les mouvements, au gré des opportunités de rendement, ne peuvent qu'affecter le prix des actifs. Si les banques centrales injectent aujourd'hui massivement des liquidités sur le marché et laissent entendre qu'elles baisseront les taux d'intérêt, ce n'est vraisemblablement pas qu'elles sont prises de « pyromanie », mais plus sûrement qu'elles commencent à réviser leur diagnostic.

Si la distinction entre excès de liquidités et excès d'épargne est utile et même capitale, c'est qu'un excès de liquidités contient une menace inflationniste, alors qu'un excès d'épargne contient une menace déflationniste. Un excès de liquidités doit être combattu par une augmentation du taux d'intérêt, alors qu'un excès d'épargne doit être combattu par une baisse du taux d'intérêt.

Le diagnostic d'excès de liquidités est peut-être à l'origine de l'erreur initiale de la Fed, mais il semble avoir été partiellement corrigé, puisque les banques centrales américaine et européenne ont agi, chacune à leur manière, comme s'il y avait un excès d'épargne. En fournissant des liquidités au marché, elles évitent une trop forte augmentation des taux d'intérêt ; en abaissant directement leur taux directeur, elles s'assurent que l'excès d'épargne pourra être résorbé.

Bernanke, Trichet et le reste du monde

La responsabilité première de la contagion de la crise immobilière américaine est portée par les agences de notation, qui n'ont pas suffisamment discriminé entre les différents types de dispositifs ABCP, parce que, au dire de nombreux opérateurs sur les marchés, elles croiraient aveuglément dans leurs modèles sophistiqués mais faillibles.

Dès lors, les injections massives de liquidités par les banques centrales, celles de la BCE en particulier (voir encadré 1), étaient certainement nécessaires, mais pas suffisantes. Si la confiance est perdue parce que les acteurs d'un marché réalisent qu'ils en avaient une connaissance imparfaite et que les informations dont ils disposaient étaient incomplètes, voire erronées, alors ils ne se prêteront les uns aux autres qu'avec la plus grande des parcimonies. Si les banques hésitent elles-mêmes à se prêter entre elles, elles attisent les doutes que l'on peut former quant à la structure de risque de leurs actifs. Abreuver de liquidités un marché asséché par la défiance généralisée pourrait revenir, si on en restait là, à déverser des tonnes d'eau dans le désert.

Ce qui commence, en apparence, comme une crise de liquidité peut alors rapidement dégénérer en crise de solvabilité, qui ne peut être résolue que par une baisse du taux d'intérêt. La Fed a compris le danger, ce dont témoigne sa décision en deux temps à un mois d'intervalle, de baisser une première fois son taux d'escompte, puis de le réduire une nouvelle fois, en même temps que celui des fonds fédéraux (encadré 1). Au moins aussi important, ces gestes s'accompagnèrent d'une parole publique dénuée d'ambiguïté quant à la résolution à agir dans l'avenir, ce qui permit d'éclairer la suite des événements.

La situation européenne apparaît contrastée à deux égards. D'abord parce que la stratégie choisie fut une stratégie de liquidité plutôt que de taux, même si la décision du 6 septembre est en

2. <http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20070807.htm>.

3. « Remarks at the Federal Bank of Kansas City's Economic Symposium », 31 août 2007, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20070831a.htm>.

4. De nombreux économistes partagent ce point de vue, parmi lesquels J. Stiglitz et B. Bernanke lui-même.

ENCADRÉ 1 : LE PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT

Décisions de politique monétaire de la Fed et de la BCE, 2 août-18 septembre 2007

Fed	BCE
Taux des fonds fédéraux 18 sept. - Baisse d'un demi-point, à 4,75 %.	Taux de refinancement 6 sept. - Taux inchangé, à 4 %.
Taux d'escompte 18 sept. - Baisse d'un demi-point, à 5,25 %. 17 août - Baisse d'un demi-point, à 5,75 %.	Taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt 6 sept. - Taux inchangés, à 5 % et 3 %.
Injections de liquidités En milliards de dollars	Injections de liquidités En milliards d'euros
7 sept. : 2 30 août : 5 23 août : 17,2 21 août : 7 13 août : 38 9 août : 24	13 sept. : 75 6 sept. : 42,24 29 août : 50 22 août : 40 13 août : 61,05 10 août : 94,8

contradiction avec l'annonce du 2 août et constitue donc bien un revirement, comme c'est d'ailleurs le cas pour la Fed. Mais même si l'action de la BCE apparaît au final adaptée jusqu'à présent⁵, elle aura été embrouillée dans une parole tortueuse, là où le contexte chaotique réclamait au contraire un langage clair (encadré 2).

Le discours de la BCE fut particulièrement obscur entre le 22 et le 27 août, son Gouverneur se référant aux déclarations et aux engagements d'avant la crise, d'abord pour justifier une possible hausse des taux d'intérêt, puis pour contredire son éventualité tout en laissant planer le doute. Le suspense ne se dissipa que quelques jours avant la décision effective de maintenir le *statu quo*, ce qui a sans doute constitué un facteur d'instabilité au cours de cette période et non un ancrage. Et que dire des circonlocutions du 6 septembre ?

Ce qui peut expliquer que le discours européen ait été, si l'on ose dire, emprunté est peut-être le télescopage de deux lignes doctrinales contradictoires. La première perçoit toute intervention visant à restaurer la confiance sur les marchés comme une prime à la spéculation et à la prise de risque inconsidérée. De même que la loi n'est pas censée « protéger les imbéciles », les banques centrales ne seraient pas censées assurer les irresponsables. La seconde grille d'analyse est celle qui découle de la croyance aveugle dans les modèles d'équilibre général selon lesquels les variations dans le prix des actifs ne reflètent qu'un choc exogène, « une appétence réduite pour le risque ». Bien que différentes, ces deux lignes de raisonnement ont convergé vers l'idée qu'il valait mieux ne pas dissiper le flou par une parole décisive et résolue, comme si cette passivité n'avait pas d'effet sur « l'économie réelle ».

Or, comme le rappelle Ben Bernanke⁶ pour la Fed, une banque centrale, si elle « n'a pas — et ne devrait pas avoir — la responsabilité de protéger les prêteurs et les investisseurs des conséquences de leurs décisions financières », doit néanmoins tenir compte « lorsqu'elle détermine sa politique » des « événements sur les marchés financiers », dans la mesure où ils « peuvent avoir des effets économiques larges qui débordent ces marchés ». Les économistes américains rassemblés à Jackson Hole fin août ont d'ailleurs été plus loin, notamment Martin Feldstein (Harvard et NBER), préconisant une baisse immédiate d'un point du taux des fonds fédéraux au nom du « moindre mal » inflationniste.

Rétrospective et prospective

En cas de panique financière, la référence à la crise de 1929 est toujours tentante mais souvent trompeuse. Dans le cas d'espèce, deux autres références historiques paraissent plus éclairantes.

Il y a exactement un siècle, la crise de l'année 1907⁷, à son comble en octobre, a éclaté dans un contexte en partie proche du nôtre, marqué par une forte croissance stimulée par une intégration économique et financière galopante (le pic de la « première mondialisation ») et d'importantes innovations financières motivées par la demande colossale de capitaux nécessaires à l'expansion américaine. Le manque de lisibilité des risques dans le système bancaire américain provoqua, après le tremblement de terre de San Francisco, une défiance généralisée et une panique contagieuse sur les marchés de crédit. Si J. P. Morgan, banquier central *de facto*, parvint à juguler la crise boursière qui ne dura finalement que 15 mois, elle conduisit à la rédaction des statuts du Federal Reserve System, votés en décembre 1913. La différence majeure avec la crise d'aujourd'hui est donc que le banquier central américain est à présent de droit et non de fait, ce qui devrait en principe lui donner davantage d'autorité pour venir à bout de la crise.

Un autre précédent pertinent est la crise de 1987, elle aussi à son faite en octobre. Alan Greenspan, comme Ben Bernanke aujourd'hui, venait d'être nommé à son poste. La décision de la Fed du printemps 1987 d'augmenter ses taux pour contrôler l'inflation se rapproche de celle de la Fed de l'été 2007 de ne pas baisser les siens par crainte de l'inflation. La baisse des taux directeurs américains de 60 points de base le 1^{er} novembre 1987 permit d'apaiser rapidement la panique naissante, avec pour conséquence immédiate une chute du dollar, ce qui évoque la décision du 18 septembre. Cependant, la crise affrontée avec succès par Greenspan ne résultait pas directement du contexte légué par son prédécesseur. Or, c'est bien le même Greenspan dont la responsabilité est engagée, pour de très nombreux observateurs, dans la formation de la bulle immobilière après le bref épisode de récession de 2001. Mais, là encore, imagine-t-on l'état de l'économie mondiale après l'effondrement de 2000/2001 si la Fed n'avait pas décidé d'agir avec détermination ?

Quelles premières leçons tirer à chaud de la crise que nous traversons ? Elles sont de deux ordres, théorique et politique. L'épisode économique actuel est d'abord le symptôme d'une vérité mal comprise et parfois mal admise : nous vivons dans un monde de connaissance imparfaite dans lequel l'incertitude, et non seulement le risque, est omniprésente. Dans ce monde, nous ne disposons pas des informations nécessaires à un calcul parfaitement rationnel. Le modèle dominant de la théorie économique peine déjà, et de plus en plus, à rendre compte de situations normales. Dans les situations de crise, il perd tout simplement pied⁸, emportant avec lui ceux qui restent accrochés à ses certitudes. C'est particulièrement vrai des marchés financiers, censés coordonner les plans inter-temporels d'épargne et d'investissement. Dans ce contexte, sans même parler des problèmes d'aléa moral, la tâche principale des banquiers centraux est de maintenir, et le cas échéant de rétablir la confiance,

5. Voir la fin de cette Lettre.

6. « Remarks at the Federal Bank of Kansas City's Economic Symposium », 31 août 2007.

7. Voir notamment Bruner et Carr, *The Panic of 1907, Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*, Wiley, 2007.

8. Voir à ce sujet le remarquable ouvrage de R. Frydman et M. Goldberg: *Imperfect Knowledge economics: Exchange Rates and Risks*, Princeton University Press, 2007.

ENCADRÉ 2 : L'ORATEUR EN DERNIER RESSORT

Déclarations et communiqués rendus publics par la Fed et la BCE, 2 août-18 septembre 2007

Fed	BCE
7 août 2007	2 août 2007
« Même si le risque de ralentissement de la croissance a quelque peu augmenté, la préoccupation première du Comité demeure que le risque d'inflation ne se modère pas comme prévu. »	« Le risque d'augmentation de l'inflation à un horizon moyen et long est confirmé par la vigueur du taux de croissance de la masse monétaire : une <i>grande vigilance</i> permettra que ce risque ne se matérialise pas. »
17 août 2007	14 août 2007
« Les conditions sur les marchés financiers se sont dégradées, et un resserrement du crédit doublé d'une plus grande incertitude peuvent ralentir la progression de la croissance. Dans ces conditions... le Comité juge que les risques de baisse de la croissance se sont significativement accrus. Le Comité surveille l'évolution de la situation et se tient prêt à agir autant que de besoin pour contrecarrer les effets néfastes que les turbulences sur les marchés financiers pourraient avoir sur l'économie dans son ensemble. »	« Nous traversons une période de nervosité des marchés... Dans une certaine mesure, nous assistons à une normalisation de l'évaluation des risques. Les conditions sur les marchés de crédit reviennent à présent à la normale. L'Eurosystème continuera de surveiller la situation jusqu'à ce que les marchés financiers de la zone euro reviennent à leur état normal de fonctionnement. J'appelle chacun à faire preuve de sang-froid. Cette attitude s'est révélée efficace ces derniers jours. Elle permettra de faciliter un retour en douceur à l'évaluation normale des risques sur les marchés du crédit. »
31 août 2007	22 août 2007
« Les turbulences financières que nous avons observées trouvent leur origine immédiate dans les problèmes rencontrés par les marchés hypothécaires <i>subprime</i> , mais leurs effets ont été ressentis plus largement sur le marché hypothécaire et, au-delà, sur les marchés financiers, entraînant des conséquences potentielles pour toute l'économie. La Réserve fédérale se tient prête à prendre des mesures supplémentaires, autant que nécessaire, afin de fournir de la liquidité et d'assurer le fonctionnement normal des marchés. Le Comité continue de surveiller la situation et agira autant que de besoin pour limiter les effets néfastes sur l'économie résultant des perturbations financières. »	« La position du Conseil des gouverneurs de la BCE au sujet de sa politique monétaire a été rendue publique par son Président le 2 août dernier. »
18 septembre 2007	27 août 2007
« L'action d'aujourd'hui vise à conjurer les effets néfastes potentiels que pourraient avoir sur l'économie dans son ensemble les perturbations sur les marchés financiers... le Comité estime que des risques d'inflation demeurent et continuera à surveiller l'inflation attentivement. Les événements sur les marchés financiers depuis la dernière réunion du Comité ont accru l'incertitude qui pèse sur les perspectives économiques. Le Comité continuera d'évaluer les effets de ces événements et des autres développements sur les prévisions économiques et agira autant que de besoin pour favoriser la stabilité des prix et une croissance économique soutenable. »	« Ce que j'ai dit le 2 août, je l'ai dit avant les turbulences du marché... J'ai dit très clairement, au nom du Conseil des Gouverneurs, que ce qui constituait notre évaluation de la position de politique monétaire se situait après la réunion du 2 août. C'est la dernière évaluation en date de politique monétaire faite par le Conseil des Gouverneurs... et il n'y a pas de changement... La prochaine évaluation doit être faite le 6 septembre. Nous devons alors évaluer tous les éléments... de l'économie. Nous évaluerons les risques... et prendrons les mesures appropriées à ce moment-là. Nous avons fait ce que nous avons dit que nous ferions le 2 août : accorder une grande attention à l'évolution du marché. Nous avons pris des mesures pour que la liquidité du marché assure son fonctionnement normal. »
6 septembre 2007	6 septembre 2007
	« D'abord, la décision d'aujourd'hui a été prise à l'unanimité. Ensuite, je tiens à dire que vous avez noté que je n'ai pas prononcé les mots 'grande vigilance', et je ne veux pas commenter ce constat plus avant. Il vous appartient, observateurs et marché, de vous faire votre propre opinion sur l'ensemble de ce que je viens de dire au nom du Conseil des Gouverneurs. »

en faisant savoir par tous les moyens qu'ils ne laisseront pas l'économie « réelle » être affectée par les chocs financiers. L'imbrication de la sphère réelle et de la sphère monétaire, des marchés financiers et de l'activité économique, est telle qu'il serait en effet illusoire de penser que l'on peut agir isolément sur l'un de ces déterminants sans affecter les autres. C'est là la deuxième leçon, et elle concerne directement la Banque centrale européenne.

La crise actuelle montre que la politique monétaire doit prendre en considération tous les chocs qui affectent l'économie, parmi lesquels un choc financier est un des plus préoccupants dans la mesure où il peut annoncer un changement, voire un renversement des anticipations sur l'économie réelle. Les banques centrales ont donc probablement un rôle beaucoup plus important en matière d'anticipations que généralement admis : qu'elles le veuillent ou non, elles gouvernent les anticipations d'inflation et de croissance.

Parce que cette mission fait partie intégrante des objectifs assignés au système fédéral de réserve aux États-Unis, la vigueur de la réaction américaine ne faisait guère de doute, ce qui a contribué à stabiliser les marchés. Mais, comme chacun sait, cet objectif demeure implicite et secondaire dans la mission confiée à la Banque centrale européenne. En décidant de ne pas augmenter ses taux d'intérêt le 6 septembre 2007, il est possible que la BCE ait, dans un tournant historique, signifié qu'elle accepte désormais officiellement un objectif de croissance en face de son objectif d'inflation. Elle ne pouvait peut-être pas baisser ses taux d'intérêt, car les marchés auraient pu interpréter ce geste comme l'indice qu'elle disposait d'informations désastreuses sur la situation de certaines banques européennes.

Mais rien ne retient désormais la BCE de confirmer son changement d'orientation monétaire devant l'appréciation de l'euro et les incertitudes qui pèsent sur la croissance européenne. C'est ce que les auteurs de cette Lettre espèrent qu'elle fera, dans les meilleurs délais ■