

Discussion de la session : « Les stratégies de sortie de crise »

Discutant : **Nicolas Véron**
Bruegel, Bruxelles

Président de session : **Xavier Timbeau**

Nicolas Véron : Mon point de vue est essentiellement celui d'un observateur des marchés de capitaux.

Le papier de Guilhem Bentoglio et Guillaume Guidoni est avant tout descriptif. Il amène cependant à se poser deux questions : la Fed et la BCE ont-elles apporté les bonnes réponses ? Identifiez-vous des erreurs de jugement majeur de la Fed ou de la BCE dans leurs réponses à la crise ? Le papier indique que la Fed et la BCE ont été réactives, mais n'ont pas prévu les étapes successives de la crise. Qu'aurait pu apporter une anticipation ? Quelles auraient été les décisions géniales à prendre ? Qu'auraient-elles changé au déroulement de la crise ?

Le papier de Blot, Creel, Riffart et Schweisguth a le mérite de reprendre rétrospectivement et de concentrer l'ensemble des leçons que l'on tire des expériences historiques de sortie de crise. Ce n'est pas difficile de voir quelles bonnes décisions auraient pu être prises ou quelles mauvaises décisions auraient pu être évitées, pas tellement en matière de politique monétaire mais surtout en matière de régulation et d'action des gouvernements, si, dès août 2007, les décideurs avaient ouvert les livres d'histoire et analysé ce qui s'était passé. C'est extrêmement frappant quand on lit les compte rendus historiques de voir à quel point, il y a des continuités dans les questions qui sont posées, dans les dynamiques de développement des crises et dans les effets des différentes réponses de politiques publiques.

J'approuve totalement votre paragraphe très sévère sur les politiques d'opacité comptable, de suspension du *mark to market* tel qu'on le dit dans le vocabulaire actuel. Ces politiques ont été mises en œuvre dans deux cas : les *savings and loans* et la crise japonaise. Vous écrivez que, dans les deux cas, elles n'ont pas fonctionné. Mais, avez-vous identifié une littérature ou avez-vous mené des recherches qui permettent d'évaluer l'effet négatif de ces politiques d'opacité comptables ? Vous écrivez que les pertes auraient sans doute été plus faibles si le système avait été rendu transparent dès le début. Je pense de même, mais existe-t-il des éléments empiriques précis pour appuyer cette proposition ? Le principe de la politique d'opacité comptable est de masquer la situation en espérant que celle-ci s'améliore suffisamment rapidement pour qu'on n'ait pas besoin de mettre les banques en faillite. Un exemple souvent cité où cette politique

pourrait avoir réussi est celui du système bancaire américain au moment de la crise de la dette latino-américaine, notamment en 1982-1983 ; certains qui ont vécu cet épisode disent que les banques américaines étaient toutes insolvables à ce moment, que l'absence de transparence comptable a permis d'éviter de les mettre toutes en faillite, et que finalement le système bancaire a bien redémarré au bout de peu de temps. Cette proposition en faveur de l'opacité comptable résiste-t-elle à l'analyse ? On aimerait un développement de cet aspect.

Le rôle des stabilisateurs automatiques est bien mis en lumière dans l'article ; il est important pour la discussion actuelle sur la politique budgétaire. On ne peut pas poser la question des plans de relance de la même manière dans un pays qui a des dépenses publiques de 25 % du PIB et dans un pays qui en a 50 %.

Le papier présente aussi une discussion très intéressante aussi sur les mécanismes de révélation des pertes. J'ai trouvé très impressionnant le discours, que vous citez dans la bibliographie, du gouverneur Bäckström de la Banque de Suède en 1997 à Jackson Hole. Deux choses m'ont frappé. L'une, que vous ne discutez pas beaucoup, est le consensus bipartisan affirmé très fortement, dès le début, du traitement public de la crise. Ce n'est pas une remarque très optimiste : on considère généralement que ce sont les Suédois qui se sont le mieux débrouillés dans le traitement d'une crise bancaire ; mais s'il faut avoir un consensus bipartisan pour bien se débrouiller, cela veut dire que peu de pays peuvent le faire aussi bien que la Suède. L'autre est la manière dont a été imposée la transparence des pertes. Cela a été par une démarche très intrusive qui a consisté, pour l'autorité nouvellement créée de restructuration du système bancaire, à envoyer des consultants dans les banques pour évaluer les actifs selon une méthode homogène. C'est un débat d'actualité aujourd'hui. Si Timothy Geithner a parlé de stress test, il n'a pas été très précis sur leur méthode ; il n'a pas indiqué qu'il y aurait des méthodes intrusives de ce type, qui consistent à dire qu'on ne croit aux états financiers publiés par les banques donc que l'on va envoyer des missi dominici pour faire les calculs sur place et sur pièces. Comment imposer la transparence, les outils traditionnels sont-ils suffisants ou faut-il des méthodes plus rigoureuses ?

Antoine Bouveret : Que pensez-vous du programme de refinancement de la Banque d'Angleterre, annoncé la semaine dernière qui est encore plus permissif que celui de la Fed et la possibilité ou l'opportunité de faire de même pour la BCE.

N'y a-t-il pas une autre stratégie de sortie de la crise bancaire qui serait, ce que Buiter et Romer défendent depuis plusieurs semaines, de laisser mourir les banques insolvables et de créer de nouvelles banques avec des fonds publics ?

Danielle Schweisguth : Quelles sont les risques pour le bilan de la BCE et de la Fed sur tous les actifs qui sont pris en contrepartie ? Est-ce qu'il y a une réglementation qui limite la nature des actifs qui sont pris en contrepartie ?

Guilhem Bentoglio et Guillaume Guidoni : La Fed s'est-elle correctement comportée en 2007 ? Il faut distinguer deux phases : une qui va d'août à septembre qui est la phase purement réactive de la Fed qui ne comprend pas trop, comme tout

le monde d'ailleurs, l'ampleur que la crise allait prendre. La seconde à partir d'octobre 2008.

En juillet 2007, Ben Bernanke déclare devant le Congrès américain que les pertes sur le marché immobilier seraient entre 50 et 100 milliards de dollars, ce qui n'est pas grave, c'est largement gérable. L'ampleur des pertes immobilières à venir n'était pas prévue. Pourtant on disposait de modèles qui montraient que les taux de défauts sur le marché des *subprimes* allaient exploser et c'est ce qu'ils ont fait. Dès le début, la Fed était purement en réaction. De même, en mars 2008 avec les difficultés de *Bear Stearns*, elle s'aperçoit que les banques d'investissement ont besoin d'un accès à la fenêtre d'escompte, alors qu'elle savait parfaitement qu'elles avaient des problèmes d'accès à la liquidité depuis au moins une semaine. La Fed encore une fois a réagi. De mai à juillet 2008, elle fait des petites modifications sur des facilités qu'elle a créées. Elle augmente au fur et à mesure la liquidité sans expliquer vraiment pourquoi : elle n'explique pas pourquoi il est nécessaire de faire passer la TAF, créée au départ pour 60 milliards de dollars à 150 milliards de dollars. Certes, elle reconnaît des problèmes sur les marchés interbancaires mais au final, elle ne nous dit pas en quoi ils sont plus importants en juillet et août 2008 qu'en août 2007. Cette période est donc marquée par un échec de la communication. Mais, le véritable échec est évidemment la faillite de Lehman. Certes, cette faillite était justifiée par le fait de se prévenir contre l'aléa moral. On en avait déjà tellement fait qu'on se disait alors qu'il fallait tirer un coup de semonce et dire au système financier : « la fête est finie ». C'est quand même un gros échec, en termes de gestion du risque systématique. C'est aussi un échec de la SEC, l'autorité de contrôle de Lehman ; au-delà, c'est un échec des autorités publiques américaines

Nicolas Véron : Est-ce que vous avez le sentiment que, au moment où ces choses se sont passées, la Fed aurait pu les empêcher ?

Guilhem Bentoglio et Guillaume Guidoni : Elle aurait très bien pu faire ce qu'elle a fait pour AIG. Les montants en jeu étaient équivalents aux 80 milliards de facilité qu'on a accordés à AIG. AIG, assureur, n'avait pas accès à la *Discount Window*. En fait, la Fed utilise des articles spécifiques, notamment l'article 13 de son *Bank Act*, pour dire qu'elle prêter à n'importe qui. Elle pouvait donc très bien prêter à Lehman, même si la banque n'était pas sous sa supervision. On peut aussi parler de la différence de supervision entre banques d'investissement et banques commerciales.

Donc, durant cette période, la Fed n'a pas fait si bien que ça le travail que l'on lui avait confié. Depuis octobre 2008, la Fed a changé ; elle devance plus les problèmes sur les marchés du crédit. Il y a des tensions qui apparaissent et tout de suite, la Fed se lance et indique clairement ce qu'elle va faire.

La *gook bank* c'est revient à faire la même chose que Lehman. Si on laisse tomber les grandes banques maintenant, sachant que on a garanti une partie des portefeuilles d'actifs de *Citygroup* ou *Bank of America* parce qu'elles avaient des

problèmes importants, cela m'étonnerait que ça se passe beaucoup mieux qu'avec Lehman.

En ce qui concerne le risque sur le bilan de la Fed, il faut tenir compte de la décote sur les collatéraux. De plus, les collatéraux qui sont acceptés sont en général des collatéraux à meilleures notations, que ce soit pour les *commercial papers*, que pour les ABS à venir qui seront notés AAA. Or, le risque de perte sur les prêts, c'est déjà que l'emprunteur fasse faillite et qu'ensuite la Fed ne puisse pas se rembourser grâce aux collatéraux. Si c'est une banque qui emprunte, le risque est faible, puisqu'elle sera potentiellement sauvée. Après Lehman, les États ont clairement signalé qu'ils ne laisseraient plus une banque tomber. Le risque sur les ABS est plus élevé. Mais, la décote devrait suffire à absorber les pertes, sachant que c'est à chaque fois c'est des prêts pour des courtes durées, de l'ordre de trois mois.

Xavier Timbeau : Mais l'accumulation des pertes peut finir par peser sur le bilan.

Guilhem Bentoglio et Guillaume Guidoni : La BCE doit-elle continuer à donner de la liquidité autant qu'elle le fait ? L'avantage, est d'avoir évité un gel total des marchés interbancaires. D'un autre côté, plus la BCE fournit de la liquidité de façon facile, à moindre coût, plus elle retarde le retour à un fonctionnement normal. On voit bien que la BCE est prise entre ces éléments, qu'elle est en train de se demander si elle revient en arrière ou pas.

A propos des collatéraux, y a-t-il un risque de bilan pour les banques centrales ? En fait il n'y a pas de réglementation qui limite la nature des collatéraux. C'est une question de *risk management* pour chaque banque centrale. Elles décident si elles prennent ou pas les risques. Actuellement les *risk managers* se décident à prendre plus de risques, parce qu'il faut agir. Il y a une différence entre les collatéraux qui sont pris pour une durée déterminée, encore faut-il qu'il y ait une faillite entre temps, et des achats d'actifs sur lesquels on prend des risques à plus long terme, mais qu'on a la possibilité de porter jusqu'au bout.

La Banque d'Angleterre mène une politique très agressive, en s'ouvrant la possibilité d'achat massif de tout type d'actifs, théoriquement de haute qualité. Surtout le Chancelier de l'Echiquier a donné la possibilité à la Banque d'Angleterre de monétiser une partie de ces achats, ce qu'elle s'apprête à faire. Il faudra qu'elle demande l'autorisation. On associe un soutien à des marchés d'actifs avec une possible lutte contre la déflation *via* la création monétaire.

Danielle Schweisguth : Je voulais répondre à la question sur l'opacité. C'est en effet, une très bonne idée de regarder les succès. Avec l'opacité comptable, l'aléa moral est reporté sur les emprunts privés ; on laisse les banques régler d'elles-mêmes le problème. On suppose qu'elles vont adopter un comportement prudent, changer de comportement et régler elles-mêmes leurs problèmes. Dans le cas du Japon, les banques ont continué à accumuler les créances douteuses pendant les années 1990, elles ont accordé de nouveaux prêts à des institutions amies et continué à soutenir les entreprises qui sont dans leur groupe. Elles ont donc accordé de nouveaux prêts à

des entreprises dont elles savaient qu'elles n'étaient pas rentables, il y avait un aléa moral très important. Tant que l'on n'a pas mis en place une instance indépendante, la FSA en 1998, pour mener des inspections sur site et évaluer le montant précis des créances douteuses, le problème n'a pas été résolu.

Nicolas Véron : Ma position est très claire, je pense qu'il faut absolument de la transparence. Si j'ai posé la question, c'est pour me faire l'avocat du diable. Mais le ton de la discussion actuelle sur le *Mark to Market* en France me laisse totalement pantois.

