

Pour une révision du procès fait à Alan Greenspan

Jean-Paul Pollin

Université d'Orléans

Dans les explications simplificatrices, ou simplistes, de la crise financière, on affirme communément que l'une de ses principales origines réside dans l'excessive croissance de la liquidité mondiale, durant ces dix dernières années. Plus précisément, on situe la source de cette évolution aux États-Unis et on en impute la responsabilité à la politique monétaire exagérément laxiste menée par Alan Greenspan depuis la fin des années 1990.

À vrai dire, il existe plusieurs versions de cette thèse qui ne sont pas toutes convergentes et le terme de liquidité y est du reste employé dans des sens différents. Tantôt, on veut parler de masse monétaire, mais sa définition est de plus en plus difficile à appréhender, pour faire sens du point de vue des comportements. Tantôt, on évoque la montée de l'endettement, ce qui est moins contestable, mais ses implications ne sont pas de même nature. Tantôt enfin, on se réfère aux réserves de change, en oubliant parfois que les réserves des uns sont en principe l'endettement des autres. Mais même flou, le principe de l'accusation est toujours à peu près le même : une politique monétaire trop expansionniste a provoqué une bulle sur les prix d'actifs et c'est l'éclatement de cette bulle qui a engendré la chute en cascade des divers compartiments du système financier.

Résumée en ces termes, la thèse est au mieux incomplète et au pire totalement erronée. D'abord, parce que la relation entre monnaie (ou liquidités) et prix d'actifs, au niveau macroéconomique, est plutôt douteuse. La thèse selon laquelle la théorie quantitative de la monnaie se serait déplacée de la détermination des prix des biens vers celle des prix d'actifs n'a théoriquement guère de sens. Car l'une, comme l'autre, de ces versions suppose une stabilité de la fonction de demande de monnaie. Elles ont donc un fondement commun, et l'on ne voit d'ailleurs pas comment les prix d'actifs pourraient croître sans affecter d'une façon ou d'une autre les prix des biens. Or, cette hypothèse de stabilité de la demande de monnaie est clairement contredite par les faits, notamment parce que les innovations financières ont rendu plus floue la frontière entre la monnaie et les autres actifs. Il est donc bien difficile de justifier un lien direct entre liquidité et prix d'actifs. Il suffit du reste d'observer que les interventions massives des banques centrales sur les marchés monétaires depuis août 2007 n'ont pas réussi à ralentir la chute des cours boursiers ou des prix de l'immobilier. À tout le moins, on peut ainsi se convaincre que ce ne sont pas les variations de la monnaie centrale (de la base monétaire) qui déterminent les prix d'actifs.

D'autre part, dans un monde où les banques centrales contrôlent les taux d'intérêt, l'évolution de la masse monétaire et du crédit est endogène. Il est donc faux de considérer que les autorités monétaires maîtrisent directement le niveau des agrégats de monnaie et de crédit. Ceux-ci résultent, principalement, des comportements des institutions financières et

des agents non financiers, étant donné le prix de l'argent à court terme et sans risque que fixent les autorités monétaires. Beaucoup admettent désormais que la très forte expansion du crédit observée durant les dix dernières années (et particulièrement entre 2004 et 2007) a eu pour origine une fuite vers l'endettement de la part des ménages et des entreprises (probablement induite par des conflits de répartition) dans certains pays développés ; et ce phénomène a été relayé par un excès d'épargne dans certains pays en transition (résultant sans doute de déséquilibres commerciaux et de change). Or, il n'est pas cohérent d'avancer ce type d'explication, en même temps que l'on rend responsable les banques centrales d'une création excessive de liquidité.

Il est vrai, cependant, que la croissance de l'endettement au cours de ces dernières années s'est faite de façon tout à fait anormale, au mépris des règles habituelles de gestion des risques. Mais nous considérons qu'en l'occurrence la responsabilité en incombe aux politiques de contrôle prudentiel des banques, plutôt qu'aux politiques monétaires de régulation macroéconomique. C'est en ces termes que nous proposons de réviser le procès fait aujourd'hui à Alan Greenspan.

Des taux d'intérêt trop faibles : un mauvais argument

À tout prendre, il est plus cohérent de reprocher à Alan Greenspan comme l'ont fait aussi nombre de critiques, d'avoir maintenu des taux d'intérêt trop faibles dès le début des années 2000. Mais même sous cette forme l'accusation nous semble injustifiée.

Il est vrai que si l'on se réfère à une règle de Taylor, les taux de la Fed se sont situés sensiblement en dessous des taux résultant de cette règle, entre 2001 et 2005. Mais la période était pour le moins particulière puisqu'elle venait après l'éclatement de la bulle Internet et les attentats de septembre 2001. À l'époque, bien des économistes s'inquiétaient des risques de déflation : un terme que l'on redécouvrait avec beaucoup d'appréhension. Cela semblait nécessiter que l'on s'affranchisse d'une règle qui ne peut être considérée comme optimale même en régime normal et à laquelle la Fed n'a jamais adhéré. Dans ce cas précis, la référence à la règle de Taylor ne peut certainement pas servir de pièce à conviction ou d'indice de culpabilité.

La littérature récente sur la politique monétaire en situation de déflation (ou plutôt de risque de déflation) conforte du reste des décisions de la Fed au cours de cette période. En effet, on sait qu'en cas de décroissance du niveau général des prix, la Banque centrale perd toute possibilité d'action, puisqu'il lui est impossible de rendre négatifs les taux nominaux, ce qui lui fait perdre la maîtrise des taux d'intérêt réels. Pour éviter de tomber dans cette situation, la politique optimale consiste alors, d'une part, à baisser rapidement et fortement les taux d'intérêt, et d'autre part, à s'engager à les maintenir bas durant un temps assez long¹. Afin d'ancrer à ce niveau les anticipations de taux futurs et parvenir ainsi à réduire les taux de long terme (éviter en quelque sorte la « trappe à liquidité »). Or c'est exactement la politique que la Fed a poursuivie entre 2001 et 2004 ; à partir du début de 2004 elle a commencé à relever régulièrement ses taux pour

1. Cf. en ce sens G. Eggertson et M. Woodford, 2003, « The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.

Cf. aussi A. Nakov, 2008, « Optimal and Simple Monetary Policy Rules with Zero Floor on the Nominal Interest Rate », *International Journal of Central Banking*, 2.

les porter à plus de 5 % en 2005. Bien sûr, on pourra toujours discuter de l'intensité et de la chronologie de ces décisions (fallait-il baisser autant les taux, ne fallait-il pas les relever 6 mois ou 1 an plus tôt ?). Mais ce ne sont là que des détails qui ne peuvent disqualifier une politique qui était globalement « appropriée ».

Il est vrai aussi que la dette publique et privée américaine a connu durant cette période une forte croissance et qu'une bulle immobilière s'est développée à partir de la fin des années 1990. Mais précisément, cet épisode démontre la contradiction qui peut exister entre les objectifs macroéconomiques traditionnels de la politique monétaire (stabilisation de l'activité et maîtrise d'inflation) et des objectifs de stabilisation financière (stabilisation des prix d'actifs) que certains voudraient voir aussi pris en charge par les banques centrales. Il est évident que si la Fed avait cherché durant cette période à limiter la croissance du crédit et celle des prix de l'immobilier (*a fortiori* les cours boursiers), elle aurait freiné l'activité au lieu de la relancer ; bref, elle aurait pris le risque de la déflation. Les travaux qui ont cherché à estimer les conséquences de l'intégration des prix d'actifs dans la fonction objectif des banques centrales ont généralement montré que cela se traduisait par une instabilité accrue de l'activité économique. À cela il faut ajouter deux autres arguments bien connus qui conduisent aussi à douter du bien fondé de la prise en compte des prix d'actifs dans la détermination des taux d'intérêt :

— d'une part, les autorités monétaires n'ont pas les moyens d'apprécier, mieux que le marché, les phases de surévaluation des actifs. De fait, l'expérience prouve qu'il n'est pas facile de détecter si une augmentation des cours boursiers est de caractère purement spéculatif ou si elle provient d'une modification des fondamentaux. S'agissant des prix de l'immobilier D. Kohn signale que même en 2004-2005 les travaux de la Fed qui s'interrogeaient sur l'existence d'une bulle immobilière, donnaient des réponses contradictoires².

— d'autre part, il n'est pas du tout certain que le maniement des taux d'intérêt soit efficace pour infléchir l'évolution des prix d'actifs. Lorsqu'une bulle financière ou immobilière se déclenche ce n'est pas une augmentation de 100 à 200 points de base qui peut bloquer ou même freiner son développement. Des mouvements spéculatifs de cette nature ne peuvent être contenus que par des augmentations beaucoup plus fortes du coût des crédits qui les alimentent. Or la Banque centrale ne contrôle que le taux de l'argent au jour le jour. Ce qui rend son action plus aléatoire, et, plus probable l'éventualité d'un conflit entre l'objectif d'équilibre intérieur (stabilisation de l'activité économique et de l'inflation) et celui du lissage des prix d'actifs.

Au total, il n'y a donc pas à reprocher à Alan Greenspan de n'avoir pas intégré l'évolution des prix d'actifs dans la définition de sa politique de régulation macroéconomique : les taux directeurs ne sont pas le bon instrument pour stabiliser les évolutions financières. Nous allons y revenir. Avant cela, il faut souligner que la forte croissance de l'endettement aux États-Unis à partir de la fin des années 1990 a eu pour contrepartie des entrées de capitaux en provenance des pays émergents (Asie et pays producteurs de pétrole). Sans entrer dans le débat de savoir si ces mouvements sont le résultat de parités inadaptées (provoquant des excédents artificiels du commerce

2. Cf. D. Kohn, 2008, « Monetary Policy and Asset Prices Revisited », Speech at the Cato Institute's Annual Monetary Policy Conference, novembre.

extérieur chinois, par exemple) ou de flux d'épargne à la recherche de placements que leur pays d'origine ne pouvait leur offrir (du fait du sous-développement de leur système financier), il paraît clair qu'ils ont joué un rôle de stimulation de l'offre de crédit. C'est notamment ainsi que l'on explique la baisse des taux d'intérêt réels à long terme depuis le début des années 2000 aux États-Unis et leur maintien à un faible niveau (autour de 2 %) jusqu'à aujourd'hui³. Or, la Fed avait relevé ses taux directeurs dès le début 2004, sans parvenir à entraîner la hausse des taux longs. Cette inertie avait d'ailleurs provoqué l'étonnement (ainsi que le dépit) d'Alan Greenspan, ce qui prouve que cela n'entraîne pas dans les plans de la politique monétaire américaine. À l'évidence, la détermination des taux longs aux États-Unis a échappé au contrôle de la Fed, durant cette période.

Par contre, il se peut que cette épargne à la recherche de placements ait pesé indirectement sur les décisions de la Fed, dans la mesure où elle appelait une politique plus accommodante afin d'éviter une dépression économique mondiale. Il fallait mettre des investissements en face de cette épargne, pour faire en sorte que l'ajustement ne se fasse par une contraction de l'activité. Ce qui constitue un autre argument à prendre en compte lorsque l'on prétend juger des orientations de la politique monétaire américaine du tout début de ce siècle. Pour résumer, d'une part, la politique accommodante menée par la Fed avait de sérieuses motivations et d'autre part, elle n'a qu'une responsabilité très limitée dans l'orientation des taux de long terme qui ont gouverné l'offre de crédit.

Le bon argument : un laisser-faire coupable en matière de réglementation

Cela dit, notre argumentation n'entend pas faire oublier ou excuser les dysfonctionnements ahurissants de la finance américaine, c'est-à-dire l'offre de crédits à des emprunteurs insolubles, les prises de risque inconsidérées et la production d'actifs toxiques. Il est évident que le développement sans contrainte du crédit aux États-Unis, l'excroissance non maîtrisée du système financier de nombre de pays développés ont généré des déséquilibres qui débouchent finalement sur une crise économique d'une ampleur inattendue.

Notre propos vise seulement à dire que ce n'est pas la politique monétaire, en tant qu'outil de régulation économique (et qui ne peut être que cela), qui doit être mise en accusation. Ce qui est en cause, c'est la réglementation bancaire, et plus généralement, tout le contrôle prudentiel du système financier. On comprend que ceux qui craignent, aujourd'hui, un durcissement de cette réglementation préfèrent montrer du doigt la politique monétaire, mais il s'agit d'une contre vérité. Car ce qui a posé problème ce n'est pas le prix de l'argent à court terme, c'est la tarification du risque. Les nouvelles techniques de découpage et d'administration des risques n'ont pas seulement permis de les disperser, elles ont surtout réussi à les masquer et donc à les sous-évaluer.

3.F. et V. Warnock estiment que ces entrées de capitaux étrangers ont réduit d'environ 1 % les taux longs aux États-Unis. Cf. « International Capital Flows and US Interest Rates », *NBER Working Paper*, octobre 2006, n° 12 560.

Le prix du temps et le prix du risque sont deux notions logiquement distinctes, et il n'y a aucune raison d'accroître le taux d'intérêt sur les opérations réputées sans risque, sous prétexte d'une insuffisance des primes de risque sur certains types de crédits. Agir ainsi créerait une distorsion préjudiciable puisqu'elle consisterait à faire supporter par des emprunteurs moins risqués, le coût de cette mauvaise tarification. Cela consisterait à tenter de résoudre, indirectement, le problème en utilisant un instrument inadapté.

Dans la littérature journalistique (qui n'est pas que le fait des journalistes...) sur la crise financière, deux arguments ont été cependant invoqués pour établir un lien entre taux sans risque et prise de risque :

— le premier est de dire que lorsque les taux sont bas, les investisseurs (les banques en particulier) vont rechercher des placements risqués pour accroître leur rentabilité. En conséquence, le fait d'avoir maintenu des taux trop faibles aurait poussé à la prise de risque. Mais on comprend bien que si cela a été possible, c'est que les banques ont pu prendre ou faire prendre des risques sans avoir à en payer le prix (y compris le coût des externalités inhérentes à ce type de comportement que la réglementation a pour objectif d'encadrer). C'est donc bien que le contrôle prudentiel a failli.

— le second repose sur le principe de l'accélérateur financier : une baisse des taux accroît la valeur des actifs et donc des garanties que l'emprunteur peut offrir en adossement de sa demande de crédit. C'est ainsi que des emprunteurs *a priori* trop risqués peuvent avoir accès au crédit : en faisant monter les prix de l'immobilier on permet à des ménages peu solvables d'emprunter puisque le crédit est gagé, sur un bien dont la valeur est censée continuer à croître. Mais le mécanisme repose ici encore sur un mauvais calcul du risque : on ne prend pas en compte le possible retournement de l'évolution des taux d'intérêt et donc la réduction à venir de la valeur des garanties. La baisse des primes de risque observée aux États-Unis, notamment sur les crédits à l'immobilier, est le produit de cette erreur ou de cette illusion et elle n'était donc pas rationnelle. Un calcul rigoureux doit considérer la valeur des garanties sur la durée du cycle économique, et il n'y a alors plus d'influence des taux d'intérêt (le mécanisme d'accélérateur disparaît). Il est donc faux de dire que c'est le niveau des taux qui a été à l'origine de la débauche de crédit générée par la mauvaise tarification du risque.

S'il faut instruire le procès d'Alan Greenspan, c'est donc bien à ce niveau qu'il faut porter les critiques. Car la Fed, à la différence de bien d'autres banques centrales (la Banque d'Angleterre et la BCE notamment) a la chance d'être partie prenante dans la régulation du système bancaire : elle participe à la supervision des établissements et à la définition de la réglementation (en particulier, elle représente les États-Unis au Comité de Bâle). Certes, elle partage cette responsabilité avec d'autres institutions : le « Comptroller of the Currency », l'organisme d'assurance des dépôts (le FDIC), la commission de régulation des marchés financiers (la SEC)... Mais sur le point qui nous préoccupe, sa voix était, ou aurait pu être, prépondérante parce que l'on touchait directement à la stabilité du système de paiement et de crédit. Alan Greenspan disposait, au-delà de l'arme des taux, dont on a vu qu'elle était inadaptée, de l'instrument capable de freiner les dérives des comportements bancaires. À la différence de la quasi-totalité des banques centrales des pays développés, la Fed était en mesure de combiner efficacement régulation macroéconomique et contrôle prudentiel. Le déroulement de la crise financière nous démontre, aujourd'hui, à quel point il s'agissait d'un atout

institutionnel précieux qu'il faudra à l'avenir généraliser⁴. Or, le moins que l'on puisse dire est qu'Alan Greenspan n'a guère exploité cette situation avantageuse et les outils qui lui auraient permis de faire face. Au contraire, il a laissé s'accumuler des risques de toute nature (de crédit, de marché, de liquidité) alors qu'un ensemble d'informations aurait dû l'alerter et le faire réagir. En ce sens, il est effectivement coupable.

Reste à savoir pourquoi il a ainsi choisi de ne rien faire face à ces dysfonctionnements. Charles Calomiris avait, il y a quelques temps, suggéré une réponse discutable mais stimulante à une question assez proche⁵. Il s'était interrogé sur la ligne de conduite qui avait guidé Alan Greenspan dans son action de régulation du système bancaire. Selon lui, le patron de la Fed aurait, en ce domaine, fait le jeu des grandes banques pour s'assurer leur appui (profiter de leur capacité de *lobbying*) et sauvegarder ainsi l'indépendance de sa politique monétaire. Afin de protéger son pouvoir de régulation macroéconomique contre les pressions du Congrès, il aurait plaidé pour l'entrée des banques commerciales dans les activités de marché (participé au démantèlement du *Glass-Steagall Act*), favorisé la concentration bancaire (parfois au mépris des règles de concurrence), empêché l'instauration d'une règle obligeant les banques à émettre régulièrement de la dette subordonnée afin de renforcer la discipline de marché....

La thèse est intéressante en ce qu'elle éclaire les jeux complexes de l'économie politique de la réglementation bancaire. Mais il n'est pas sûr que l'explication principale de la passivité de la Fed face aux dysfonctionnements bancaires et financiers réside dans ces péripéties. Car Alan Greenspan n'a pas eu à renier ses croyances pour prendre le parti de la déréglementation ou de l'autorégulation des marchés. Sa foi dans les vertus du libéralisme l'y guidait tout naturellement. S'il lui est arrivé de dénoncer l'exubérance irrationnelle des marchés, il n'a jamais cherché à en enrayer le cours (par exemple, en pénalisant les crédits qui les alimentaient ou en évitant que les activités de marché ne viennent polluer les activités bancaires de base). Ce sont probablement ses convictions doctrinales qui l'ont dissuadé d'encadrer le développement des crédits excessivement risqués, de réglementer les innovations hasardeuses et de mettre sous contrôle la titrisation. D'ailleurs, s'il a continué à défendre les orientations de sa politique monétaire, il a dû récemment reconnaître que la crise financière avait profondément ébranlé sa vision du fonctionnement du système économique. Le début d'un acte de contrition en quelque sorte.

Alan Greenspan avait certainement les moyens d'user du contrôle prudentiel pour empêcher l'accumulation explosive des risques qui a conduit à la situation actuelle. Il ne l'a pas fait, et si l'on veut le condamner c'est ce chef d'inculpation qui doit être retenu à son encontre.

4. Cf. en ce sens J. Peek, E. Rosengren et G. Tootell, 1999, « Is Bank Supervision Central to Central Banking », *Quarterly Journal of Economics*, 124 et V. Ionnidou, 2005, « Does Monetary Policy Affect the Central Bank's Role in Bank Supervision ? », *Journal of Financial Intermediation*, 14.

5. Cf. C. Calomiris, 2006, « The Regulatory Record of the Greenspan Fed », communication présentée à la session du Congrès de l'American Economic Association consacrée à l'héritage d'Alan Greenspan.

■ Conclusion : et si la croissance de la dette avait été freinée...

Avant l'énoncé du verdict, on doit toutefois se demander ce qui se serait passé si cette montée de l'endettement aux États-Unis, et ailleurs, avait pu être bloquée. Car, rappelons que le développement des crédits de toutes natures, y compris les plus risqués, a été pour une part (difficile à déterminer) induit par l'épargne en provenance du reste du monde. Peu importe qu'elle ait été générée par des déséquilibres de parité ou par les déficiences des systèmes financiers dans les économies en transition. Si cette épargne n'avait pas trouvé à s'investir, l'égalisation de l'offre à la demande de financement se serait effectuée par un ajustement à la baisse du niveau d'activité. Ce qui revient à dire que les extravagances de la finance dans les pays développés ont, sans doute, permis de maintenir temporairement des équilibres macroéconomiques compatibles avec les mouvements internationaux de capitaux (donc les soldes des balances commerciales) et avec une certaine répartition des revenus (car l'endettement a permis de concilier le partage de la valeur ajoutée avec le maintien de la demande globale au niveau de la production potentielle).

Ce qui signifie aussi que derrière la crise financière préexistaient des déséquilibres profonds des échanges commerciaux et financiers internationaux ainsi que des conflits de répartition. De sorte que, la re-régulation des institutions et des marchés financiers devra s'accompagner de l'émergence d'un nouvel ordre économique mondial et d'un autre modèle de croissance.

En d'autres termes, les racines de la crise ne se situent pas seulement dans les dysfonctionnements de la finance. L'essentiel était peut être ailleurs, et de cet ailleurs Alan Greenspan ne peut être tenu pour responsable. C'est pourquoi nous proposons que lui soient accordées, malgré tout, des circonstances atténuantes.

