

Lettre n° 56

Mars 2012

Les enseignements de Monsieur Ben Bernanke

- Entre la théorie et la pratique, le Président de la Réserve Fédérale américaine est dans une position absolument unique pour porter un regard sur le monde économique d'aujourd'hui, sur la crise et le rôle des banques centrales. Il est confiant dans la résilience du nouveau système monétaire en cours de déploiement.

A l'aube de rendez-vous électoraux en France, en Allemagne ou aux Etats-Unis, d'évolutions politiques toujours en devenir en Afrique du Nord et au Moyen Orient, et de changements probables importants en Chine avec le remplacement du premier ministre prévu pour le mois d'octobre, le monde est appelé à être gouverné début 2013 par des équipes dont les désignations auront toutes été fondamentalement influées par la crise économique. Or celle qu'on appelle déjà la **Grande Récession** va entrer cet été dans sa sixième année.

Qui d'autre mieux que Monsieur Bernanke pouvait faire le bilan de ces 5 dernières années et éclairer ainsi l'avenir ? C'est l'exercice auquel ce grand théoricien et grand praticien s'est en effet livré les deux dernières semaines du mois de mars: une relecture détaillée de la crise financière à travers la mise en perspective du rôle de la banque centrale, ainsi qu'une analyse pointue de ses actions et de leurs conséquences, tel qu'il est possible de les décrypter alors que la crise court finalement toujours et que le recul fait sans doute encore défaut.

Cette relecture s'est faite lors de quatre conférences successives données les 20, 22, 27 et 29 mars à la George Washington University School of Business.

En rappelant tout d'abord que les premières banques centrales (Suède 1668, Angleterre 1694 et France 1800) ont commencé sous forme d'institutions privées peu à peu passées sous tutelle gouvernementale, le Président de la Fed en énumère les rôles fondamentaux: le maintien d'une **stabilité économique** (pilotage des taux d'intérêt), d'une **stabilité financière** (préteur de dernier ressort) et la **supervision des systèmes financiers**.

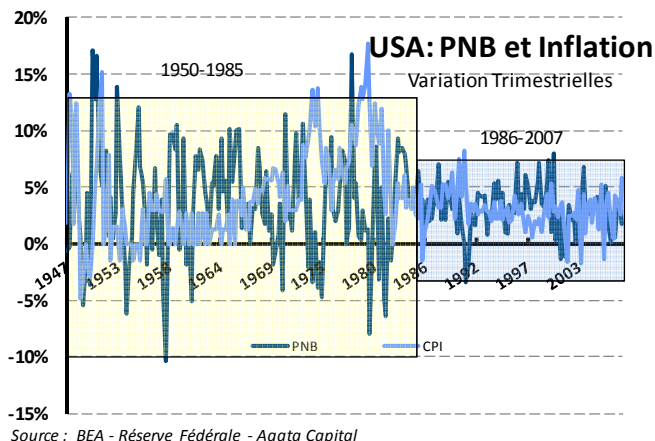
Monsieur Bernanke reprend à son compte le dicton de Walter Bagehot's (1873): **en cas de panique une banque centrale doit prêter de façon illimitée, en contrepartie d'actifs de qualité et à un taux dissuasif pour éviter un usage excessif**. Il s'agit de réconcilier la durée des actifs et des passifs et éviter ainsi les **ventes de panique** comme elles qui ont pu avoir lieu aux Etats Unis, avant la création de la Réserve Fédérale (Fédéral Reserve Act de 1913): en 1873, 1884, 1890, 1893, 1907 et 1914.

Spécialiste mondial de cette période de l'histoire, le président de la réserve fédérale attribue la **Grande Dépression**, (1929 1941) à une **accumulation d'excès** en tout genre, à un système monétaire dit de **standard Or** beaucoup trop rigide, puis à une succession de **décisions de politique économique et monétaire désastreuses**.

L'héritage essentiel en matière de réglementation financière aura été l'institution d'une **assurance des dépôts** (fin du « bank run ») et la **fin du standard or** (fin de la déflation).

A l'occasion de sa deuxième conférence, Monsieur Bernanke, souligne le tournant de 1951 avec l'accord entre le Trésor US et la Réserve Fédérale pour donner à cette dernière une entière indépendance en matière de fixation des taux d'intérêts.

A la **Grande Inflation** cassée par Monsieur Volker, à un coût économique très élevé (chômage à 13%), succède la **Grande Modération** de 1986-2007 caractérisée par des taux de croissance robustes et stables et des taux d'inflation modérés et stables.



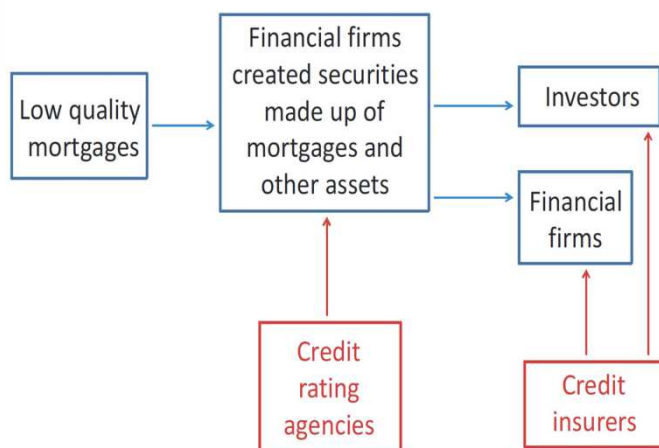
Source : BEA - Réserve Fédérale - Agata Capital

Selon le Président Bernanke, la Grande Modération prend fin avec l'avènement de la bulle immobilière et la forte dégradation de la qualité des prêts hypothécaires: **à partir de 2006, au moins 25% de ces prêts n'ont plus aucune documentation juridique**. Il décrit alors le déroulement de la crise comme s'appuyant sur deux piliers bien différents : la **baisse des prix immobiliers** et l'explosion des faillites personnelles d'un rythme normal de 1 à plus de 5 millions par an; et la présence dans les systèmes économiques et financiers de **vulnérabilités importantes**:

- Pour les systèmes privés, il s'agit de l'effet de levier, de gestion de risque inadéquate, de ressources trop courts termes et de l'utilisation élevée d'instruments exotiques ayant conduit à une concentration du risque.
- Pour le secteur public, c'est l'absence de supervision vis-à-vis d'un grand nombre d'acteurs (GSEs, etc.), et une attention insuffisante portée à la stabilité du système financier dans son ensemble.

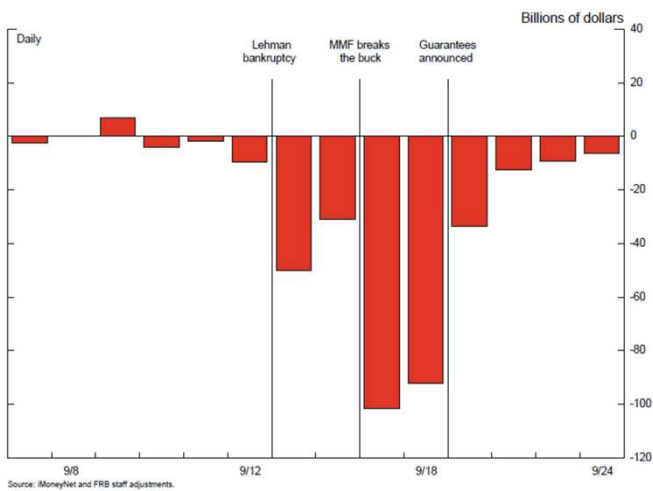
La crise aurait donc commencé comme un mouvement très classique de panique financière :

Subprime Mortgage Securitization



Les déposants (ici les Fonds Monétaires fournisseurs des crédits court terme CP ou CD) ont soudain perdu confiance dans les banques (les structures emprunteuses portant les prêts hypothécaires et celles garantissant les notations de ces structures) et se sont précipités pour retirer leurs fonds. Bears Stearns, Fannie et Freddie, Lehman, Merrill Lynch, AIG, Washington Mutual, Wachovia sont d'une façon ou d'une autre tombés entre le 16 mars et le 3 octobre 2008.

Net Flows to Prime Money Market Funds



Au G10 du 10 octobre 2008, une réponse globale était apportée à la situation avec des banques centrales prêteuses en dernier recours (contre collatéral) et des politiques monétaires devenues très accommodantes.

Monsieur Bernanke reconnaît que de telles mesures n'ont pas évité aux Etats-Unis de connaître une chute de 5% du PNB, de 20% de la production manufacturière et de 80% des mises en chantier de maisons, ni la perte d'emploi pour 8,5 millions de personnes. **Mais la menace de dépression a été évitée.**

Il souligne que les efforts pour restaurer une stabilité financière a impliqué bien sûr la Fed, mais aussi le Trésor.

Ces efforts auraient ainsi permis aux banques américaines de lever **140 milliards de dollars de capitaux privés** depuis l'été 2009, en mettant un terme aux retraits massifs de diverses institutions financières et en conduisant à un retour à la croissance. Enfin, Monsieur Bernanke insiste sur le fait que l'essentiel des mesures prises depuis 2008 ont été désactivées en mars 2010, **aucun défaut n'ayant été à déplorer.**

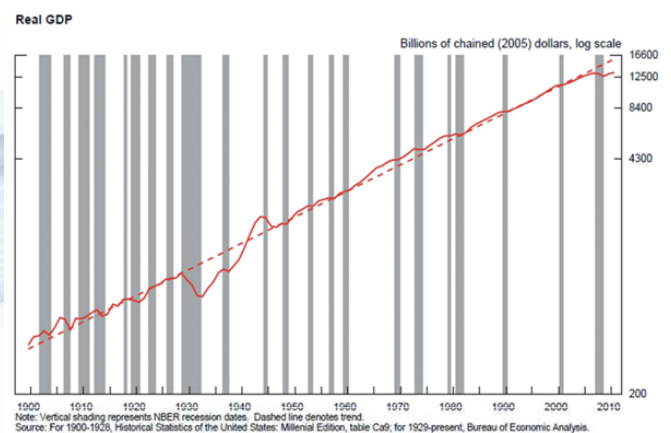
Puis, le président de la Réserve Fédérale poursuit la description de la politique monétaire au cours de cette période en commençant par **l'abaissement des taux monétaires à des niveaux proches de zéro** puis, comme cela s'est avéré insuffisant pour relancer l'économie, en se poursuivant par le lancement d'un programme d'achats massifs d'actifs (bon du trésor, obligations hypothécaires, etc.) pour des montants de **2000 milliards de dollars, financés pour l'essentiel par l'accroissement des réserves des banques** auprès de la banque centrale et donc influençant peu la masse monétaire en circulation. Ces actions ont permis de faire baisser les taux à long terme, dont les taux hypothécaires, qui sont revenus en dessous de 4%. De même, Monsieur Bernanke souligne que non seulement ces achats ne sont pas financés avec l'argent des contribuables mais ils ont permis à la **Fed de transférer au trésor 200 milliards de dollar de profit en 2 ans et demi.**

Le bon fonctionnement de l'ensemble de ce dispositif a été rendu possible par la confiance du système dans les autorités monétaires,

confiance que ces autorités entretiennent en se forçant à être le plus transparent possible et donc à communiquer le mieux possible.

Si la dépression semble avoir été évitée, Monsieur Bernanke reconnaît que **la reprise reste sensiblement inférieure à ses standards historiques.** En particulier, dans l'activité de la construction, les ventes de logement et les prix de l'immobilier n'ont pas rebondi de leur plus bas. De même, les marchés financiers n'ont toujours pas retrouvé leur fonctionnement pré-crise en matière de financement à l'économie, malgré un système bancaire beaucoup plus solide qu'il y a trois ans : **l'activité de crédit reste très sélective** et la crise européenne ne contribue pas à desserrer ce frein, au contraire.

Pour le Président de la Fed, **le potentiel économique des Etats-Unis reste intact à long terme.** Les chiffres conjoncturels les plus récents semblent par ailleurs lui donner raison.



Le président souligne que la crise a révélé les faiblesses du système réglementaire américain et permis que ce système évolue de façon importante vers plus de sûreté : c'est le **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.**

Cette réforme a permis d'étendre les responsabilités et les moyens des régulateurs en matière de stabilité financière, y compris ceux de la Fed.

1- Elle a créé le **Financial Stability Oversight Council** qui coordonne l'ensemble des régulateurs, et peut désigner des institutions financières ou des infrastructures de marché systématiquement importantes. De telles institutions financières dites systémiques se sont vues imposer des règles plus strictes: **ratios en capital plus élevés, interdiction du trading** pour compte propre (Règle Volcker).

2- Elle institue la conduite régulière de **tests dits de stress** permettant de mesurer la résistance des banques à des scénarios économiques et financiers catastrophes.

3- Elle donne à la FDIC le **pouvoir de liquidation des établissements systémiques** en cas de besoin.

4- Elle impose plus de **transparence et de standardisation sur les marchés des dérivés.**

5- Elle crée le **Consumer Financial Protection Bureau** pour mieux protéger les clients.

Enfin l'ensemble de ces initiatives est pris en coordination avec les régulateurs étrangers qui poursuivent les mêmes objectifs.

En conclusion, le **rôle de stabilité financière** fait aujourd'hui partie des rôles majeurs des autorités monétaires au côté du **pilotage des taux d'intérêts** ou de **préteur de dernier ressort.**

Les risques n'ont pas disparu mais les moyens pour surveiller les systèmes financiers ont été largement augmentés.