



Vue aérienne du quartier de Wall Street, à New York.

Après la

supernova

Le FMI évalue le système financier des États-Unis et en tire des leçons pour la gestion des crises

Ashok Vir Bhatia

LE MONDE entier était encore sous le choc de l'explosion du groupe d'investissement Lehman Brothers lorsque, début 2009, le gouvernement américain demanda au FMI de faire une évaluation du système financier des États-Unis.

Ce pays était alors en proie à l'une des tourmentes financières les plus dévastatrices du siècle, en termes de pertes d'emplois et de production, d'ampleur de la dette publique et de retombées sur le reste du monde.

La réaction courageuse et énergique des autorités avait permis d'éviter un effondrement total grâce au renflouement exceptionnel d'une grande partie du système financier, et le débat était engagé sur les grandes réformes législatives à entreprendre pour consolider les structures de réglementation et de surveillance. L'évaluation demandée au FMI tombait à un moment délicat et constituait donc un défi inhabituel tant pour les services du FMI que pour les responsables américains qui y participèrent, mais c'était aussi une occasion formidable de tirer les leçons de la crise et d'influer sur le programme de réformes.

Le FMI et la Banque mondiale avaient lancé leur programme conjoint d'évaluation du secteur financier (PESF) à la suite de la crise financière asiatique de la fin des années 90 et plus de

120 pays y avaient déjà participé. Mais, pour les États-Unis, c'était la première fois.

Pour mener à bien cette tâche monumentale qu'est l'évaluation du système financier le plus complexe au monde, le FMI constitua une équipe nombreuse, dirigée par son Département des marchés monétaires et de capitaux. Après plus de 150 réunions d'octobre 2009 à mars 2010 avec pratiquement toutes les instances fédérales de réglementation financière et plusieurs au niveau des États ainsi que de nombreux interlocuteurs du marché privé, l'évaluation fut remise aux autorités américaines en juin et fit l'objet de discussions entre le Directeur général du FMI, Dominique Strauss-Kahn, le Président du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine, Benjamin Bernanke, et le Secrétaire d'État américain au Trésor, Timothy Geithner. Après que le Conseil d'administration du FMI eut examiné les résultats du PESF en juillet, le rapport final fut publié.

Même si l'évaluation porte sur nombre d'aspects — tests de résistance des principaux établissements financiers, qualité du contrôle réglementaire au regard des normes internationales, mécanismes d'injection de liquidités et de gestion de crise —, nous nous contenterons ici de revenir sur certains grands événements de la crise de 2008 et sur leur prise en compte par l'équipe du

FMI afin d'apprécier les dispositions prises par le gouvernement américain pour faire face à la crise.

Élargir le filet

Pour l'essentiel, les conseils du FMI concernant les dispositifs de sécurité financière et les procédures de règlement ou de faillite, fruit des nombreuses heures passées à écouter les responsables américains relater leur expérience de la crise, s'appuient sur une constatation essentielle et récurrente : les responsables américains se heurtèrent souvent à un vide juridique pour aider les établissements financiers non bancaires défaillants ou en difficulté comme Lehman Brothers et Bear Stearns.

Il fallait donc, en somme, étendre l'utilisation des outils de gestion de crise prévus pour les banques commerciales aux établissements non bancaires, notamment aux sociétés holdings des grands groupes financiers complexes ayant le potentiel de déstabiliser tout le système.

C'est la situation de Bear Stearns qui a déclenché l'alarme, en montrant que les banques d'investissement, même si elles respectent parfaitement la réglementation en matière de fonds propres et de liquidités, peuvent se retrouver subitement dans l'impossibilité de se financer à court terme par la mise en pension de titres, dont elles sont tributaires. La mise en pension consiste à vendre des titres contre des liquidités, souvent avec une décote, la «marge de sécurité», dans le cadre d'un accord de rachat, souvent le lendemain, avec un différentiel de prix correspondant à l'intérêt. Le jeudi 13 mars 2008, les marges de sécurité facturées à Bear Stearns sur ses titres mis en pension ont fait un bond considérable qui a précipité le groupe dans l'illiquidité.

Jusqu'à-là, les opérations de mise en pension, du fait qu'elles sont garanties, étaient considérées comme un mode de financement stable et fiable, mais, avec le recul, on s'est aperçu que même ce marché était vulnérable à une perte brutale de confiance.

Les événements qui avaient mené à l'illiquidité de Bear Stearns soulevèrent les premières questions sur les dispositifs de prêt d'urgence de la banque centrale américaine. Le mardi 11 mars 2008, la Réserve fédérale (Fed) avait annoncé une initiative visant à accroître la liquidité sur les marchés hypothécaires, le programme de prêt de titres à terme. Il s'agissait du premier mécanisme d'une longue série autorisée en vertu des pouvoirs d'urgence accordés à la banque centrale lorsqu'une majorité des deux tiers des membres du Conseil de la Réserve fédérale jugent les circonstances «inhabituelles et justifiant des mesures d'urgence». C'est le surlendemain que, par hasard ou non, Bear Stearns fut confondu à de graves difficultés de financement.

Dès le vendredi 14 mars, Bear Stearns était au bord de la faillite, avec tous les risques que celle-ci aurait comportés pour le reste du système, étant donné la forte présence de Bear Stearns sur le marché des dérivés et son rôle essentiel dans le financement des fonds spéculatifs.

Pour arriver jusqu'au week-end, la Réserve fédérale de New York (Fed de New York) accorda, par le biais de son guichet de réescompte, un prêt de 13 milliards de dollars à l'acquéreur présumé de Bear Stearns, JP Morgan Chase, qui octroya aussitôt un prêt du même montant à Bear Stearns (JPMorgan Chase détenait plusieurs grandes banques commerciales américaines ayant un accès permanent au guichet de réescompte). Le dimanche, inquiète

pour le sort des autres grandes banques d'investissement et pour le fonctionnement du marché des mises en pension dont leur survie dépendait, la Réserve fédérale accepta que le guichet de prêt aux opérateurs primaires (Primary Dealer Credit Facility, PDCF) entre en vigueur dès le lundi matin.

Tandis qu'avant la crise, le dispositif américain de liquidité systémique avait toujours réservé l'accès au prêteur de dernier ressort aux établissements de dépôt, le PDCF équivalait à un guichet de réescompte pour les grands opérateurs du marché de titres et élargissait donc considérablement le filet de sécurité financière de l'État américain.

JPMorgan Chase s'était engagé à honorer toutes les obligations de Bear Stearns le dimanche même de l'annonce du PDCF, mais les modalités définitives de l'acquisition ne furent annoncées que le lundi 24 mars. La Fed de New York accepta de soutenir la transaction par un prêt de 29 milliards de dollars à un véhicule *ad hoc* du nom de «Maiden Lane», qui à son tour devait racheter les actifs de Bear Stearns. Cette structure permettait à la banque centrale de réaliser un achat d'actifs sous forme de prêt garanti, autorisé en vertu de ses pouvoirs d'urgence. Elle allait y avoir recours plusieurs fois encore dans les mois suivants.

Trouver le bon équilibre

L'expérience de Bear Stearns amena l'équipe du FMI et les représentants des secteurs public et privé à se poser d'importantes questions sur les mécanismes de liquidité : le filet de sécurité devait-il être élargi de façon permanente, en maintenant indéfiniment par exemple le PDCF, ou cela risquerait-il d'accroître indûment l'aléa moral dans le système? Les conditions de l'attribution à la Fed de pouvoirs d'urgence, à savoir l'existence de circonstances «inhabituelles et justifiant des mesures d'urgence», ne sont-elles pas trop contraignantes et ne risquent-elles pas de perturber davantage les marchés financiers? La banque centrale était-elle dans son rôle quand elle a fourni des prêts à certains établissements financiers non bancaires?

Dans l'ensemble, l'équipe a jugé souhaitable que les mécanismes de liquidité d'urgence puissent être fermés ou réactivés selon les circonstances. Comme moyen terme entre le besoin de réglementation et la nécessité pour les autorités de disposer d'une marge d'appréciation, elle a recommandé de faire en sorte que les principes appelés à régir à l'avenir les prêts de la Réserve fédérale aux établissements non bancaires s'articulent mieux avec le maintien de la souplesse nécessaire pour improviser au gré des circonstances, notamment renflouer *in extremis* tel ou tel établissement.

Avec le recul, la quasi-faillite de Bear Stearns apparaît comme révélatrice d'une lacune fondamentale du système, à savoir l'absence d'un mécanisme de règlement pour les banques d'investissement d'importance systémique qui sont en difficulté. En l'occurrence, le pire n'a pu être évité que parce que JPMorgan Chase a bien voulu acquiescer à Bear Stearns et garantir ses obligations pendant que les modalités étaient négociées.

L'expérience de Bear Stearns a aussi été riche d'enseignements sur la capacité de gestion de crise de la Fed. Elle a en effet su négocier habilement les différentes contraintes juridiques et opérationnelles, ce dont témoignent la création du véhicule *ad hoc* novateur et le soutien effectif du marché des mises en pension grâce au PDCF, le tout en l'espace d'un week-end. Mais ces

interventions complexes ont aussi posé de graves problèmes de communication, notamment en ce qui concerne la distinction entre soutien à la liquidité et soutien à la solvabilité.

De l'importance de la garantie

L'insuffisance du dispositif américain de gestion de crise éclata au grand jour six mois plus tard. Le vendredi 12 septembre 2008, affaibli par la détérioration incessante du crédit dans toute l'économie et par les ventes en catastrophe d'actifs financiers, Lehman devint le deuxième grand groupe d'investissement américain à perdre subitement la possibilité de se financer sur le marché.

La Réserve fédérale n'a pas pu consentir de prêt d'urgence à Lehman, car, aux termes de la loi, ce prêt ne devait pas entraîner de pertes, condition que le groupe n'était pas en mesure de remplir en raison de l'insuffisance de ses garanties. Au lieu de cela, la Fed de New York constitua un syndicat de grandes banques en tentant de les convaincre de financer le rachat de Lehman. Après que Bank of America eut décidé de fusionner avec Merrill Lynch, le seul acquéreur potentiel se trouva être la banque britannique Barclays. Les modalités furent arrêtées dès le dimanche matin, mais le rachat ne put avoir lieu, car Barclays annonça ne pas pouvoir garantir immédiatement les obligations existantes de Lehman. La loi britannique exigeait pour cela soit un vote des actionnaires, soit une dérogation des autorités réglementaires britanniques, deux conditions impossibles à remplir ce jour-là.

La Réserve fédérale n'étant pas habilitée à donner cette garantie, il ne restait plus à Lehman qu'à déposer le bilan le lundi 15 septembre 2008. Lehman a prouvé, si besoin en était, qu'un seul établissement financier peut ébranler l'ensemble du système. C'est toute l'économie mondiale qui bascula dans la récession.

Le cas de Lehman a montré que les défaillances d'établissements financiers ont des conséquences systémiques qui peuvent être amplifiées par leurs activités internationales et le manque d'uniformité des régimes de faillite. Aux États-Unis, la Fed de New York a pu continuer à prêter aux filiales intermédiaires de Lehman, ce qui leur a permis de rester ouvertes pendant trois jours ouvrables après le dépôt de bilan de la société holding, préservant ainsi la valeur et évitant une liquidation trop chaotique. Au Royaume-Uni, en revanche, la filiale de Lehman à Londres a dû être placée sous administration judiciaire avec arrêt immédiat de toute transaction, ce qui a engendré la panique. Les appels de marges qui en résultèrent firent tomber un autre domino du système financier, AIG (American International Group).

La faillite de Lehman a anéanti tout espoir qu'un soutien privé soit mis en place pour venir au secours d'AIG. Mais comme AIG avait émis environ 500 milliards de dollars d'assurance-crédit à des intermédiaires financiers aux États-Unis et en Europe, la Fed décida de lui apporter son aide, car à ses yeux, AIG, à la différence de Lehman, avait des garanties satisfaisantes sous forme de ses nombreuses filiales solvables. Le premier prêt de 85 milliards de dollars de la Fed de New York à AIG, annoncé le mardi 16 septembre, était garanti par la quasi-totalité des actifs du groupe.

Pour l'équipe du FMI, ces événements offraient d'importantes leçons à appliquer à la refonte des mécanismes américains de gestion de crise. En particulier, s'il avait existé aux États-Unis *quelque* instance habilitée à émettre une garantie-relais à la société holding de Lehman, le résultat aurait peut-être été différent, même pour

AIG. De plus, à la différence de celles qui sont prévues pour les banques commerciales, les procédures de règlement applicables aux entreprises d'investissement étaient clairement peu adaptées en cas de besoins d'ampleur systémique. Ces deux facteurs plaidaient fortement en faveur de l'instauration d'un nouveau mécanisme de règlement.

La défaillance de Lehman sur un énorme volume de créances déclencha aussi une ruée des institutions sur les fonds monétaires, qui fut enrayée au bout de trois jours, lorsque le Trésor offrit de garantir tous les fonds communs de placement monétaires. L'équipe du FMI salua cette mesure — qui revenait selon elle à étendre l'assurance-dépôts de l'État aux fonds de placement monétaires — tout en notant que le problème fondamental résidait dans les règles permettant aux fonds monétaires de fonctionner finalement comme des banques, situation qui devrait être corrigée à l'avenir.

L'effritement brutal de la confiance envers la capacité des acteurs du marché monétaire à honorer leurs obligations financières au jour le jour plaide aussi en faveur d'un élargissement de l'éventail des garanties et des contreparties utilisables pour les opérations d'open-market, en incluant dans ces dernières les principales banques commerciales. De cette façon, la banque centrale serait mieux à même de distribuer des liquidités à l'ensemble du système en cas de tension sur le marché.

Ouvrir les vannes

Après le rachat de Bear Stearns et de Merrill Lynch, puis la disparition de Lehman, ce fut au tour de Goldman Sachs et Morgan Stanley de se retrouver soumis à de fortes pressions du marché. Tous deux évitèrent l'effondrement en septembre en grande partie grâce à une série de mesures exceptionnelles prises par la Réserve fédérale pour augmenter encore la liquidité systémique.

Le dimanche 14 septembre 2008, alors que Lehman se rapprochait de la faillite, la banque centrale annonça un assouplissement des limites imposées aux établissements de dépôts sur les prêts à leurs filiales non bancaires pour des actifs financés en général sur le marché des pensions, et un élargissement des garanties du PDCF à tous les titres mis en pension. Une semaine plus tard, la Fed de New York fut autorisée à prêter à *toutes* les filiales intermédiaires de Goldman, Morgan et Merrill aux États-Unis (pas seulement à leurs grands opérateurs primaires) et à Londres. Ces mesures permirent à la Fed de New York d'intervenir et de soutenir en réalité l'ensemble du marché des pensions, la décision de prêter outre-Atlantique ayant été apparemment dictée par le constat que les garanties détenues par les filiales américaines n'auraient sans doute pas permis de répondre aux besoins de financement des groupes.

Dans le même esprit, la Réserve fédérale annonça le 7 octobre la création du guichet de financement des billets de trésorerie, qui autorisait la Fed de New York à acheter, encore une fois par le biais d'un véhicule *ad hoc*, des titres de premier rang (financiers ou non) adossés à des actifs et non garantis. Ce mécanisme, devenu ensuite le plus utilisé de tous les dispositifs de liquidité d'urgence disponibles, marquait un nouveau tournant, puisque c'était la première fois que la banque centrale offrit de financer des entreprises non financières.

Début octobre 2008, les grandes banques américaines d'investissement encore en vie ont pu avoir accès aux liquidités de la banque centrale par les (petites) filiales de leurs établissements

de dépôts, leurs (grandes) filiales intermédiaires aux États-Unis et au Royaume-Uni, et par leurs sociétés holdings, autorisées à émettre des créances à court terme directement à la Fed de New York. Cet effort stratégique primordial soulignait, une fois encore, l'importance systémique des grands établissements et marchés qui ne sont normalement pas couverts par le filet de sécurité.

Exception pour risque systémique

L'équipe du FMI se pencha sur les procédures de règlement bien définies qui existaient pour les banques commerciales, par opposition aux banques d'investissement. Lorsque Wachovia dut faire face aux retraits catastrophiques de ses fonds non assurés le vendredi 26 septembre, moins de deux semaines après l'effondrement de Lehman, des mécanismes étaient en place. Wachovia n'était pas une banque d'investissement; c'était la sixième holding bancaire américaine, dotée d'un vaste réseau de petits établissements de dépôts, et pourtant elle aussi implora avant que des mesures correctrices n'aient pu être élaborées.

Lors d'un nouveau week-end très mouvementé, les autorités américaines décidèrent pour la première fois d'invoquer «l'exception pour risque systémique» et de l'appliquer à la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), qui est censée en général se charger du règlement des banques en difficulté au moindre coût pour les contribuables. Invoquer cette exception requiert l'approbation des deux tiers des membres du Conseil de la Réserve fédérale, des deux tiers du Conseil de la FDIC, et du Secrétaire au Trésor après consultation du Président des États-Unis, toutes conditions qui furent remplies au petit matin du lundi 29 septembre. Cela permit à la FDIC de garantir quelque 300 milliards de dollars d'actifs de Wachovia, après quoi Citi (alors la deuxième holding bancaire américaine) accepta de se porter garante de la liquidité de Wachovia.

L'exception pour risque systémique fut invoquée quatre fois en tout, dont le mardi 14 octobre, lorsque la FDIC annonça sans doute l'une des mesures les plus importantes de la crise, à savoir la mise en place du programme provisoire de garantie des liquidités, constitué de deux éléments : une garantie de tous les soldes de comptes de transactions non rémunérés dans les établissements de dépôts assurés par la FDIC et une garantie des dettes refinancées par ces établissements et leurs sociétés holdings. Ce fut la seule et unique fois que les autorités invoquèrent l'exception pour autoriser un programme largement disponible.

Ce programme et ses mesures d'accompagnement aidèrent à renverser la vapeur, et Wachovia fut le dernier grand problème de liquidité de la crise. Une fois le programme de garantie en place, l'activité se recentra sur les faillites dues au non-respect des normes de fonds propres, qui évoluent en général plus lentement, donnant ainsi le temps à la FDIC de réunir les repreneurs éventuels pour les établissements en difficulté.

Il est évident qu'en invoquant l'exception pour risque systémique, les États-Unis ont contribué à sauver le système financier mondial d'une catastrophe bien pire encore. Pour l'équipe du FMI, cette expérience démontra à quel point il est important de ne pas imposer systématiquement aux gestionnaires de crise de régler la situation des établissements en difficulté au moindre coût possible. Lorsque la stabilité financière est en péril, il est primordial de considérer le coût pour le contribuable par rapport au désastre potentiel d'un effondrement du système tout entier.

Donner de nouveaux pouvoirs

Pour le FMI, le système financier américain comportait essentiellement deux outils à l'aube de la crise, les prêts de la Réserve fédérale et la prise en charge des banques en difficulté par la FDIC. De toute évidence, les procédures américaines de prise en charge des banques étaient nettement meilleures que celles des pays où elles étaient soumises aux procédures de faillite ordinaires. Mais ce système avait ses limites, notamment l'absence de pouvoir d'intervention au niveau de la société holding. Le FMI soutint donc la proposition de créer de nouveaux pouvoirs de règlement qui aillent jusqu'au niveau des sociétés holdings de (tous) les établissements de dépôts assurés par la FDIC, tout en maintenant l'obligation de mener à bien ces procédures au moindre coût pour les cas de faible importance systémique, et le caractère automatique du déclenchement des «mesures de correction rapides».

Mais, s'il fut difficile de peaufiner les procédures de règlement pour les banques, la création d'un nouveau mécanisme de règlement pour les grands groupes financiers complexes représentait le défi suprême, et dans ce domaine, comme dans d'autres, la nouvelle législation prit forme alors que se déroulait le PESF. L'équipe du FMI était favorable à ce que les procédures de règlement applicables aux banques soient étendues aux établissements financiers non bancaires d'importance systémique, de façon à assurer la continuité des principaux services financiers dans l'intérêt de la stabilité du système. Tout ce processus de «règlement spécial» des grands groupes d'importance systémique serait d'ailleurs déclenché par des procédures juridiques calquées sur l'exception pour risque systémique.

Toutefois, l'équipe du FMI précisa que le recours à ces nouveaux pouvoirs dans la réalité nécessiterait une préparation et une planification minutieuses. Les groupes financiers concernés devront faire l'objet d'une évaluation continue pour bien comprendre les liens de dépendance au sein des groupes et entre eux et pour déterminer lesquelles des activités et filiales avaient une importance systémique, le tout devant être complété par une surveillance rigoureuse afin de simplifier sensiblement la structure de ces groupes. En cas de règlement spécial, les activités d'importance systémique seraient provisoirement transférées à une «structure-relais» soutenue par l'État, et les entités juridiques jugées moins importantes seraient laissées à leur sort en dehors de la structure-relais, ce qui correspondrait à une cession de filiale par une société holding.

De nombreuses recommandations du FMI sur la gestion des crises — et sur d'autres aspects non abordés ici — ont été reprises dans les profondes réformes de la réglementation financière américaine, devenues loi le 21 juillet 2010. La loi Dodd-Frank inclut un chapitre révolutionnaire sur le règlement spécial, requiert la définition de règles pour les prêts futurs de la Réserve fédérale aux établissements non bancaires, et bien d'autres dispositions. Même si cette législation constitue une première étape essentielle vers l'instauration d'outils plus solides, ce sont les très nombreuses règles restant à rédiger qui en détermineront la véritable force. ■

Ashok Vir Bhatia est économiste principal au Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI et faisait partie de l'équipe chargée du PESF pour les États-Unis.