

---

# La gestion de la crise financière – Enjeux et perspectives

Ismad Ismail\*, Francis Kern\*\*

**Cet article reprend les propos tenus par Jean-Paul POLLIN, professeur de sciences économiques à l'Université d'Orléans et membre du Cercle des économistes, à l'occasion de la conférence d'actualité économique organisée le 23 novembre 2010 par les étudiants du master « Analyse et politiques économiques » à la Faculté de Sciences Economiques et de Gestion de Strasbourg, en partenariat avec l'OPEE.**

Apparue en août 2007, la crise financière s'est manifestée en premier aux États-Unis par une multiplication des défauts de paiement des « subprimes » qui a induit la faillite de plusieurs petites banques entraînant à son tour la faillite d'établissements bancaires plus importants.

Tout d'abord, M. POLLIN rappelle que la crise trouve son origine dans l'inégalité des balances de paiements des différents pays. C'est surtout la volonté des pays industrialisés de diminuer cet écart qui a entraîné une augmentation de leurs dettes. Ensuite, il souligne le problème lié à certaines banques comme les « too big to fail » ou « too interconnected to fail ». Enfin, il s'intéresse à l'effet de deux biais de comportements au niveau individuel : la titrisation et la négligence du risque de liquidité.

## **1. La crise financière : Une affaire de mauvaise évaluation du risque**

En étudiant les causes de la crise il faut d'abord prendre en compte l'importance des établissements bancaires dit « too big to fail » et « too interconnected to fail ». En effet, il s'agit de banques dont la continuité des opérations est essentielle pour fournir un service bancaire adéquat à l'économie. Leur rôle est bien trop important pour que les gouvernements les laissent faire faillite. En ce sens, ces institutions ont une incitation évidente à prendre un risque excessif sans prêter attention aux conséquences. De plus, cette attitude « risquophile » est renforcée par le biais de l'assurance des dépôts. Rappelons que cette dernière est une garantie de remboursement par l'autorité des marchés financiers de toute personne qui fait des

dépôts dans une institution inscrite en cas d'insolvabilité de celle-ci.

### *Premier biais de comportement : La titrisation*

La titrisation est un outil qui permet aux banques de rendre liquides des actifs illiquides, c'est à dire pour lesquels il n'y a pas véritablement de marché. Le but étant de pouvoir les vendre sous forme d'obligations. Concrètement, cela consiste à transformer la dette d'un emprunteur en un titre, qui est ensuite vendu à une tierce personne, lui donnant ainsi droit au remboursement avec les intérêts.

Une des dérives perverses de la titrisation est l'apparition des CDO <sup>1</sup> émis par une société ad hoc. Cette dernière est chargée d'évaluer leur risque total en adoptant une notation AAA pour les moins risqués jusqu'à CCC pour les plus spéculatifs. Ces paquets de crédits sont constitués de différentes créances combinées à des titres de meilleure qualité servant de réserve en cas de défaillance. Les moins risqués, compensent ainsi les plus risqués et divisent le risque du portefeuille. Ils sont ensuite vendus sur le marché sans que l'acheteur soit bien informé des propriétés de ces produits. Cela permet notamment aux banques de se débarrasser des actifs trop risqués et de se procurer plus facilement des liquidités, sans être limitées par la réglementation des fonds propres.

D'un côté, le risque des CDO était très mal évalué et même impossible à déterminer par les acheteurs. Néanmoins, cela a permis une dispersion du risque même si certains de ces titres sont restés dans l'actif des banques. La

---

<sup>1</sup> CDO : Collateralized Debt Obligations

---

\* Etudiant, Master Analyse et Politique économique

\*\*Université de Strasbourg, BETA.

plupart étant non couverts par des fonds propres dans l'éventualité où le remboursement n'aurait pas lieu. En plus, leur distribution était si importante que la position du détenteur fut impossible à évaluer et même à repérer. On ne connaissait plus le degré de toxicité ni la quantité de ces produits, ce qui a rendu le système financier indéchiffrable. D'un autre côté, la titrisation a conduit les banques à être moins regardantes dans la sélection et la gestion des crédits, ce qui sera lourd de conséquences.

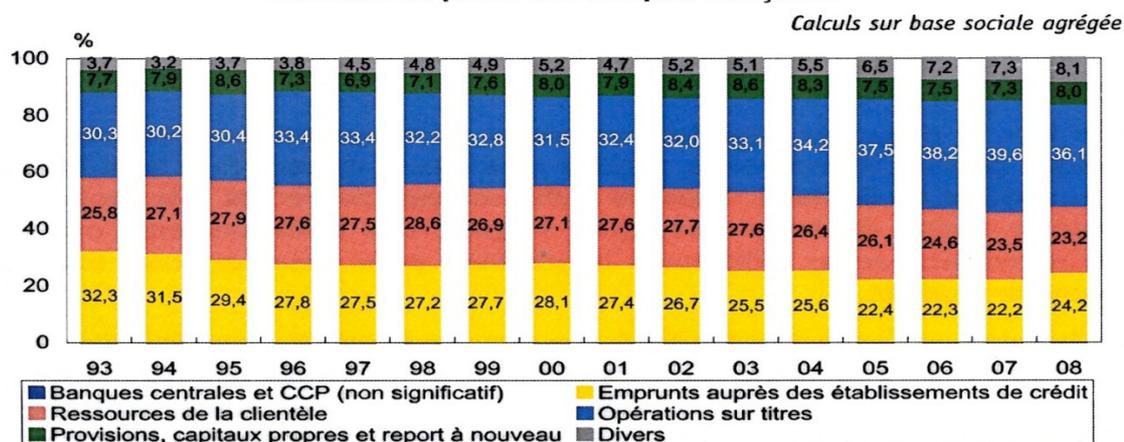
### *Deuxième biais de comportement : Le risque de liquidité*

La liquidité est une variable endogène définie par le nombre de transactions sur un actif, très variable dans le temps. Elle a la caractéristique de pouvoir disparaître du jour au lendemain d'où une grande difficulté pour la mesurer. Le Comité de Bâle 1 a été mis en place dans l'objectif de règlementer le risque de liquidité mais la mission escomptée ne fut pas atteinte. En revanche, une réglementation

qu'il se doit et la deuxième étant appréciée par la mesure du « flottant <sup>2</sup> » et des volumes échangés. Cette dépendance vis à vis du marché leur a été favorable jusqu'au jour où ce dernier a cessé d'exister.... Elle a conduit à une déstabilisation du système bancaire et une augmentation importante du risque de liquidité.

En analysant le graphique suivant, on remarque une augmentation de 5,8 points de base de la part des opérations sur titres des banques françaises entre 1993 et 2008. Ces opérations désignent toute initiative prise par un établissement coté en Bourse qui affecte des titres qu'elle a émis. En revanche, on constate que les ressources de la clientèle ont diminué de 2,6 points de base. Notons que ces dépôts sont les ressources les plus stables d'une banque puisqu'ils peuvent être remboursés du jour au lendemain. Par contre, ceux du marché peuvent disparaître rapidement même si les établissements bancaires se financent par des actifs de très court terme.

### Structure du passif des banques françaises



Source : Secrétariat général de la Commission bancaire

des fonds propres a vu le jour fixant un seuil minimum de 8% au ratio de solvabilité. Ce dernier, nommé aussi ratio de Cooke, est défini comme le rapport des fonds propres de la banque sur l'ensemble des engagements. Autrement dit, pour 1 € de crédit prêté à un ménage ou une entreprise, la banque devait détenir 8 centimes d'Euros de fonds propres.

Pour combler leur déficit, les banques ont eu de plus en plus recours au marché monétaire qui est ainsi devenu indispensable pour leur financement. Elles ont confondu la notion de « solvabilité » et celle de « liquidité ». La première désignant la capacité à payer ce

Selon J.P. POLLIN, la crise des subprimes était totalement négligeable par rapport à la réalité. Son effet a été multiplié, amplifié par les crises de liquidité, les phénomènes de contagion et le risque systémique entre les institutions financières en général. Le risque systémique étant le risque qu'un événement particulier entraîne par réactions en chaîne des effets négatifs considérables sur l'ensemble du système pouvant occasionner une crise générale de son fonctionnement.

<sup>2</sup> Capitalisation Boursière Flottante : Nombre de titres de capital d'une société qui circulent sur le marché boursier.

---

## 2. Le risque systémique, un vrai phénomène d'amplification

### *La dimension transversale du risque*

Le phénomène de contagion est le fruit de l'interdépendance entre les institutions et établissements financiers et non-financiers, à l'origine des défaillances microéconomiques. On cite notamment les « shadow banking institutions » qui s'octroient des crédits titrisés auprès des systèmes bancaires traditionnels, pour ensuite les prêter aux particuliers ou aux entreprises à long terme. Les banques ordinaires croient ainsi s'être débarrassées des titres risqués mais, en réalité, elles les gardent indirectement par les crédits qu'elles faisaient aux « shadow institutions ». On décrivait traditionnellement ce phénomène de contagion essentiellement à travers le « bank run », l'équivalent français de course au guichet. En effet, le système bancaire est instable du fait qu'on transforme des ressources de court terme en actifs de long terme. Ces derniers sont ensuite accordés aux particuliers et aux entreprises. Si, pour une raison quelconque, les déposants décident de récupérer leur dépôts, les banques se trouvent en situation d'incapacité de paiement. En conséquence, la banque concernée ne pourra plus régler sa dette auprès des autres banques déclenchant ainsi un effet « domino ». Durant la crise financière actuelle, ce type de phénomène de contagion n'as pas eu lieu indiquant la présence de difficultés antérieures à la crise dans les banques concernées. En revanche, souligne J.P.POLLIN, l'effet « domino » s'est produit sur le marché inter-bancaire. En effet, les banques ne savaient pas qui avait des actifs toxiques, et ne connaissaient ni leur quantité ni leur degré de toxicité. Elles se focalisaient pour récupérer la totalité de la liquidité et ne se prêtaient plus de monnaie. Le marché s'effondre, fidèlement au principe du « market for lemons » de George AKERLOF établi en 1970. Ce dernier affirme qu'une asymétrie d'information en faveur du vendeur d'un bien peut conduire à la réduction du nombre de transactions ou à la disparition du marché. Ayant observé cette paranoïa, la Banque Centrale Européenne et la Reserve Fédérale américaine ont doublé leur bilan en s'interposant entre les différentes banques. L'intervention s'est faite sous forme d'échange, la banque centrale prêtait de la monnaie en même temps qu'elle récupérait les titres douteux.

### *La dimension intertemporelle du risque*

En observant la conjoncture financière sur une dizaine d'années, on remarque la présence d'un cycle d'activité et de crédit, ainsi qu'un cycle d'erreurs. L'aléa de moralité explique parfaitement ce dernier cycle. C'est la perspective qu'un agent, isolé d'un risque, se comporte différemment que s'il était totalement exposé au risque. De ce fait, en bonne conjoncture, les banques prendront plus de risques et distribueront plus de dividendes. A un moment donné, sous le poids de la prise de risque croissante des contractions apparaîtront qui aggraveront le cycle d'activité. Ce phénomène est d'autant plus renforcé par le fait que si toutes les banques font les mêmes erreurs elles seront sauvées, mais si l'une se distingue, elle devra en assumer les conséquences néfastes. Le ratio de fonds propres aggrave les cycles. En effet, quand les banques subissent des pertes, leur profit diminue et la situation des marchés financiers se détériore. Ce qui induit une incapacité à émettre des titres. Les établissements bancaires vont alors s'extérioriser sur le ratio de fonds propres et donc distribuer moins de crédits. En revanche, quand les marchés se portent bien, les banques réalisent du profit et leurs fonds propres augmentent. Elles peuvent donc émettre des titres et distribuer plus de crédits. On peut affirmer que les ratios du capital ont un effet procyclique. A la différence du comité de Bâle 1, les normes Bâle 2 tiennent compte du risque dans le calcul du ratio de solvabilité. Or, le risque des actifs est largement dépendant du cycle de crédit. Si la conjoncture financière est adéquate, la mesure du risque est plus favorable aux échanges, les banques auront alors à constituer moins de fonds propres. Par contre, si la conjoncture est mauvaise, les risques sont plus importants, on doit donc constituer plus de réserves. On remarque que Bâle 2 renforce la nature cyclique de la conjoncture financière. Cette difficulté s'est manifestée quand le superviseur bancaire a exigé que les banques augmentent leurs fonds propres étant donné que leurs crédits sont devenus plus risqués que l'année précédente. Mais ces fonds sont devenus rares sur le marché financier et impossible à acquérir, entraînant un arrêt des crédits communs.

J.P. POLLIN assure qu'il existe des solutions à ces problématiques. Ces derniers reposent selon lui, sur un renforcement de la prudence aussi bien au niveau microéconomique, pour

---

les biais de comportement, qu'au niveau macroéconomique, pour les phénomènes d'amplification.

### **3. Les solutions : De la prudence à tous les niveaux**

#### *La réglementation micro prudentielle*

La théorie des portefeuilles part du principe que la meilleure rentabilité espérée pour un niveau de risque donné se trouve sur la « Capital Market Line » qui relie l'actif sans risque au portefeuille du marché. Cela pris en compte, la titrisation ne présente pas l'avantage qu'on lui prêtait. En mixant des titres émis par différentes banques, on peut arriver à des portefeuilles qui font aussi bien que ceux construits à partir des CDO.

Dans la mesure où les banques ont des difficultés à se procurer de la liquidité à long terme, il est préférable de favoriser les « Covered Bonds » aux ABS<sup>3</sup>. Les premiers, « obligations foncières » en français, sont des titres émis par des banques en contrepartie de crédits gardés dans leur bilans. Ils ne sont pas dispersés, ce qui oblige les établissements bancaires à les suivre. Les deuxièmes sont des titres financiers émis par une institution intermédiaire entre le prêteur et les investisseurs dans le cadre d'une opération de titrisation. Ce sont des actifs toxiques vendus qui disparaissent du bilan. Il serait aussi bénéfique de limiter l'aléa de moralité en obligeant les banques à garder une partie de leurs mauvais crédits.

Le calcul des leviers a pu entraîner le phénomène de contagion et a été une méthode pour contourner la réglementation dans le sens où, Bâle 2 a mis la mesure du risque à disposition des banques certes sous le contrôle d'un superviseur, mais plus formel que réel, ce fut un pas vers l'autorégulation qui a favorisé le déclenchement de la crise. Il serait désormais important de limiter la liquidité en obligeant les banques à respecter un ratio international. Le calcul des fonds propres de Cooke, Bâle 2 et Bâle 3 pondère les différents actifs par leurs risques. Or souligne J.P. POLLIN le levier international précédemment mentionné, devrait être indépendant de la mesure du risque afin d'éviter une fausse mesure et imposer aux banques de ne pas conserver plus d'une certaine valeur d'actifs par rapport à leurs fonds propres tout en interdisant les produits trop complexes.

---

<sup>3</sup> Asset Backed Securities

Dans le même état d'esprit, il a été décidé que les banques doivent détenir dans leurs fonds propres au moins 2% d'actifs ordinaires, 3,5% en 2013 puis 4,5% à partir de 2015. En plus, deux ratios de liquidité seront introduits. Le premier consiste à demander aux banques de couvrir, par des actifs liquides, l'ensemble de leurs exigibilités à un mois. Le deuxième ratio, plus important, repose sur la pondération de la stabilité des ressources, afin de mettre en place une liquidité des emplois. Le coût lié à la réforme de long terme a été souligné par les « parrains » des banques. Selon eux, le niveau des fonds propres exigé sera multiplié par 3 ce qui désavantagera les banques européennes par rapport aux banques américaines et ralentira la croissance.

En revanche, la BRI (Banque des Règlements Internationaux) démontre qu'une augmentation de 1% du ratio de capital conduira à une augmentation de 15pts de base du coût du crédit. A long terme, ceci se traduirait donc par une augmentation de 12pts de base. Si on estime que la réforme introduira une augmentation de 2%, le coût du crédit augmentera de 40 à 50pts. Or ces variations de base se font sous deux hypothèses hautement restrictives. Premièrement, les banques ne réalisent pas de progrès d'efficacité. Deuxièmement, elles ne répercutent pas le coût de ressources supplémentaires sur leurs conditions de fonctionnement, en diminuant les rémunérations par exemple. Notons que la rentabilité du secteur bancaire est 45% au-dessus de la rentabilité des autres secteurs, ce qui représente une grande marge de manœuvre.

#### *La réglementation macro prudentielle*

Les établissements systémiques « too big to fail » et « too interconnected to fail » posent un réel danger, comme nous l'avons vu. Pour cette raison, il faudrait mesurer l'incidence de ces institutions sur le risque du système. Ensuite, il serait nécessaire de compenser l'effet de la taille et de la maturité de la liquidité, en modérant le ratio de fonds propres, c'est-à-dire en les obligeant à détenir plus de fonds.

Dans certains pays, des changements ont été adoptés pour lutter contre les cycles de crédit. Aux États-Unis, on a essayé de mettre en place une sorte de segmentation des activités. En Espagne, on a adopté un système d'approvisionnement dynamique qui demande un ratio plus élevé en bonne

---

conjoncture qu'en mauvaise. Ceci permet l'utilisation d'un stock de précaution constitué antérieurement. Nous pouvons aussi imaginer un système de capital contingent selon lequel on émet des obligations qui se transforment en actions et augmentent le capital si la conjoncture est mauvaise.

Un outil supplémentaire macro prudentiel est le « loan-to-value ». Il consiste à limiter le prêt par rapport à la valeur de l'investissement. En d'autres termes, pour acheter un appartement à 100 000 euros, on ne peut emprunter plus de 75 000 euros. Ce système aurait très bien pu éviter la constitution des bulles immobilières que connaissent l'Irlande ainsi que l'Espagne.

La comptabilisation en valeur du marché n'est pas sans défaut, elle est même absurde selon JP Pollin. En effet, cela implique qu'il faut comptabiliser des ressources qu'on est susceptible de vendre du jour au lendemain. Or, cette méthode est impraticable dans la mesure où les actifs du bilan sont évalués sur de longues périodes.

Par ailleurs, la politique monétaire ne pourra plus être comme avant. Les outils du macro prudentiel ne sont pas forcément disponibles. De plus, ce macroprudentiel échappe à toute règle, on ne peut pas atteindre un objectif qu'on ne peut pas définir !

## **Conclusion**

En conclusion, JP Pollin souligne que cette crise est le produit de la pollution du système bancaire utile des banques commerciales, dont le métier est d'assurer le financement des acteurs économiques, par les activités de marché comme ce fut le cas en 1929. La

question du cloisonnement entre banques de dépôts et banques de placement appelées abusivement d'investissement qui fut prise par le Glass Steagall Act en 1933 a été progressivement abolie à partir des années 80 pour autoriser la banque dite « universelle ». Cette décision fut entérinée suite à un accord entre Alan Greenspan, président de la Fed et le président Bill Clinton en 1999. Le rapport de Paul Volcker (prédéceseur de Alan Greenspan) remis récemment au président Obama propose de revenir à un tel cloisonnement.

Les biais de comportement ont été amplifiés par ce décroisonnement qui a rendu possible la titrisation des créances sans réel contrôle et les nombreux moyens de contagion analysés par JP Pollin ont conduit à une crise systémique

Au regard des solutions proposées tant au niveau micro- que macro-prudentiel, il apparaît que le premier niveau est largement plus avancé que le deuxième. En effet, les outils macro prudentiels sont difficiles à manipuler et l'objectif impossible à préciser si on reste dans le contexte institutionnel, réglementaire et législatif actuel. Enfin s'il existe des déséquilibres et des dysfonctionnements dans le système financier, ils sont aussi de nature économique notamment au niveau des balances de paiement. Pour s'attaquer à la crise, il faudrait surtout s'intéresser à ces déséquilibres internationaux en particulier entre le plus gros débiteur que sont les Etats-Unis et le plus important créancier qu'est aujourd'hui la Chine.