

Réguler en **informant**

PAR AUGUSTIN LANDIER

Toulouse School
of Economics

Réguler c'est rassembler l'information, puis la diffuser le plus largement possible. La récente crise financière illustre ce principe. C'est une crise de l'opacité. La production d'information doit concerner les liens de dépendance entre les différents acteurs du système. Les États-Unis progressent. La France doit suivre.

■ Dans l'économie moderne, réguler c'est rassembler de l'information, puis la diffuser le plus largement possible. La crise financière de 2008 est, selon nous, l'illustration de ce principe.

Car nous analysons cette crise comme une crise de l'opacité. Dans un secteur comme la finance, où la production et le traitement de l'information sont au cœur du métier, l'opacité a des effets catastrophiques. Aux États-Unis, les patrons de banques et les régulateurs en charge de les surveiller ont laissé filer le niveau de complexité du système financier. Pour beaucoup, ils en avaient une vision incroyablement floue.

Des produits complexes

À l'autre bout de la chaîne, côté emprunt hypothécaire, le niveau de flou dans lequel opéraient les ménages était lui aussi considérable. Harcelés par des courtiers en prêts

immobiliers sans scrupule, ils empruntaient à des taux très élevés, rendus digestes par une phase de *teaser rate*, typiquement de deux ans, où le taux était en apparence très bas. De manière générale, le secteur financier a fait le choix de proposer aux ménages des produits toujours plus complexes, avec multiples options et frais de résiliation. Cette tendance, générale dans l'économie (comme, par exemple, dans la téléphonie mobile), traduit le double objectif de servir mieux le client mais aussi de se soustraire aux pressions concurrentielles, voire pour les plus cyniques d'exploiter les erreurs prévisibles de consommateurs distraits et sursollicités.

Les ménages n'ont pas été les seuls clients du secteur financier à faire les frais de la complexification extrême de la finance. Les investisseurs institutionnels ont aussi surinvesti dans les produits packagés par les grandes banques d'affaires. Comme pour les ménages, ces produits étaient souvent rendus opaques à dessein pour permettre aux vendeurs de raconter leur jolie histoire. Alors que dans la plupart des secteurs, les professionnels peuvent être considérés comme rationnels et responsables, dans la finance les professionnels de la gestion d'actifs sont en grande partie apparus comme les ménages californiens surendettés : myopes et crédules.

Clients, investisseurs, banquiers, tous ont été les jouets partiellement complices de l'explosion de l'opacité en finance qui a caractérisé les dernières décennies. Dans ces conditions, on ne s'étonnera pas que ces dérives aient, elles aussi, largement échappé aux économistes. Certes, d'un côté, l'aggravation des déséquilibres mondiaux n'a pas échappé aux macroéconomistes. Ils ont bien vu l'excès

professeur de finance
à HEC, membre du
Conseil d'analyse
économique auprès
du Premier ministre

**Exploiter
les erreurs
prévisibles
de consommateurs
distraits
et sursollicités**

REPÈRES

Un bon exemple de cécité est celui de Robert Rubin, influent conseiller du PDG de Citigroup pendant les années 2000, et considéré comme l'architecte du développement massif et largement incontrôlé de l'activité de dérivés de crédit pendant la période 2005-2007. Interrogé en 2008 par le *New York Times* sur son rôle dans la quasi-faillite de la banque, celui-ci répond : « Avec le recul, il y a plein de choses que nous ferions différemment. Mais étant donné les faits à notre disposition à l'époque, je pense qu'en fait non. Il était impossible de savoir l'ampleur des risques pris sans être dans la salle des marchés. Nous faisons confiance aux gens très compétents en charge de ces opérations. »

Une boîte noire

Le flou artistique, spécifique à la finance, tient à la nature des produits financiers, qui contrairement aux services ont bel et bien des ingrédients, mais, contrairement aux produits industriels ne peuvent pas être « ouverts ». Les concurrents d'Apple peuvent ouvrir l'iPhone pour voir ce qu'il y a dedans, mais personne, en dehors de leurs fabricants et de leurs régulateurs, ne pouvait ouvrir la boîte noire des *subprimes*, des *CDO* et encore moins la comptabilité des banques.

d'épargne des pays émergents créer un excès de liquidités sur les marchés mondiaux. Ils ont vu se former les bulles spéculatives immobilières en Espagne, aux États-Unis, en Angleterre. Mais ce constat macroéconomique, largement partagé à l'époque, se doublait d'une frappante cécité collective sur les mécanismes microéconomiques par lesquels la bulle gonflait. La pratique de la *titrisation*, censée en théorie répartir les risques entre tous les acteurs du monde, ne suivait pas du tout la théorie : en fait, les banques gardaient de fortes expositions aux risques, au lieu de les passer au marché.

Une opacité extrême

Temporairement tout le monde était content : les investisseurs qui ne prenaient pas le risque, les actionnaires, qui croyaient s'en être débarrassé, et les régulateurs, qui voyaient leurs ratios prudentiels satisfaits. De même,

CDO et titrisation

Un *CDO* (*collateralized debt obligation*, obligation adossée à des actifs) est une structure de *titrisation* d'actifs financiers. Créé sur mesure par les banques à destination d'investisseurs, le *CDO* regroupe en général des titres issus d'une centaine d'actifs. On appelle *titrisation* la technique de gestion qui consiste à créer une société *ad hoc* qui achète un ensemble de créances peu liquides et émet d'autres créances plus adaptées à des investisseurs. La *titrisation* permet aux banques de transférer leur excès de risque de crédit à des investisseurs, de la même manière que les particuliers transfèrent le risque de sinistre aux compagnies d'assurances.

les microéconomistes n'ont pas dit un mot des « poches » qui concentraient beaucoup d'engagements non couverts (comme l'assureur *Alig* ou les *monolines*). Ils n'ont pas non plus anticipé que le marché de la dette de court terme pouvait très rapidement perdre sa liquidité du fait de l'interdépendance extrême des acteurs.

Le secteur financier, dont la logique est pourtant fondée sur l'information, baigne dans une opacité extrême. Les mécanismes de *titrisation* sont négociés de gré à gré, sans que personne n'ait de vision d'ensemble. On ne sait pas qui détient quelle créance sur qui. Le contenu des produits *titrisés* est une « boîte noire » fermée à double tour, en particulier dans le cas des fameux *CDO* de *CDO*... On lit régulièrement dans la presse des constats alarmants sur les dangers considérables qui pèsent encore sur les institutions financières. La dette du *private equity*, le crédit de consommation américain, les prêts réalisés en Europe de l'Est par les banques d'Europe de l'Ouest sont autant de points d'interrogation. Dans cet univers opaque, les économistes en sont réduits à émettre de vagues doutes, sans aucune base solide.

Reposer sur deux jambes

Notre lecture de cette crise est que la régulation, financière ou autre, doit reposer sur deux jambes : la production d'information et sa diffusion au public.

La **production d'information** doit concerner les bilans des institutions financières, banques et investisseurs. À l'heure actuelle, les bilans des banques sont extrêmement opaques et le résultat de la crise sera d'accroître cette opacité : les banquiers sont parvenus à convaincre les gouvernements que les actifs bancaires ne pouvaient pas être évalués à leur valeur de marché. Alors que l'enjeu est celui d'une régulation procyclique (plus exigeante quand les marchés sont euphoriques, plus patiente en phase de crise), les banquiers ont convaincu les politiques que c'était l'opacité qui était préférable.

La *production d'information* doit aussi, et surtout, concerner les liens de dépendance entre les différents acteurs du système. Faute d'une telle information, la gestion des faillites de *Lehman Brothers* et *Alig* s'est faite dans l'urgence et dans une totale ignorance des répercussions potentielles. Dans ces conditions les

Les économistes en sont réduits à émettre de vagues doutes, sans aucune base solide

régulateurs ne pouvaient que commettre une erreur : celle de mettre en danger la confiance dans le système (Lehman), ou être trop généreux avec le secteur financier, au risque de choquer l'opinion et dépouiller le contribuable (AIG). Cela implique de réduire autant que possible les transactions de gré à gré et de les transférer sur les marchés centralisés, qui ont fait preuve de leur solidité pendant la crise.

Le régulateur n'est pas omniscient

La deuxième jambe de la régulation financière est la **diffusion au public**. Déjà, le régulateur est dépassé par la quantité d'informations que les acteurs financiers lui transmettent. Si cette quantité augmente, comme nous l'appelons de nos vœux, l'information restera inutilisée, même si les autorités de régulation sont renforcées. De plus, le régulateur n'est pas omniscient, il ne pense pas à tout ; certains problèmes nouveaux, ou tentatives de dissimulation de la part des banques, peuvent échapper à sa surveillance. Finalement, le régulateur peut être capturé : il peut être l'objet de pressions de l'État, des politiques ou du secteur qu'il doit réguler. Il peut se sentir en situation d'infériorité par rapport aux experts et lobbyistes en service commandé. Bref, le régulateur ne peut pas tout, tout seul.

Impliquer le public

Pour l'épauler dans sa tâche, le régulateur doit s'appuyer sur l'écologie des citoyens impliqués : universitaires, membres d'ONG, journalistes d'investigation. Ainsi pris à partie, le public devient alors coresponsable de la conscience que le système a de sa propre stabilité. Alors, on peut l'espérer, les dérives non soutenables et la propension patente à créer des rideaux de fumée se verraient plus vite détectées et dénoncées.

Le rôle du régulateur est ainsi redéfini comme celui d'un informateur, en charge de photographier le réel. C'est à une véritable mise à jour technologique des superviseurs financiers qu'il faut aujourd'hui s'attaquer. Ceux-ci doivent se voir comme des officiers du système de données ; leur prestation s'adresse en grande partie au public : non seulement l'information doit être accessible, mais elle doit l'être facilement. Fournir ainsi au public

les moyens d'enquêter est un travail de longue haleine. Il ne permettra certainement pas d'éradiquer le risque de crise mais de détecter plus en amont les problèmes.



D.R. Un informateur en charge de photographier le réel.

L'exemple des marchés d'actions

Ce n'est pas une utopie : rappelons que des avancées considérables ont déjà été faites aux États-Unis, sur les marchés « actions » qui sont centralisés. Sur ces marchés, qui n'ont pas connu d'épisodes de crise de liquidité, tous les investisseurs (y compris les fonds spéculatifs) doivent remettre chaque trimestre au régulateur le contenu de leur portefeuille. Ces formulaires (nommés 13F) sont mis à disposition de tous sur Internet, sous un format standardisé. Même transparence pour les transactions d'initiés : ceux-ci doivent déclarer immédiatement leurs transactions à la *Security and Exchange Commission* qui les rend publiques. Si cela n'empêche pas les délits d'initiés, cela les met sous la surveillance du public. En France, l'initié doit déclarer ses transactions à l'AMF, mais celle-ci garde l'information pour elle : on tient le public à l'écart.

Dans cette révolution de la régulation qui s'annonce, les États-Unis sont en avance, mais il leur reste beaucoup de progrès à faire. La France, avec sa culture élitiste de l'honneur et du secret, devra se faire davantage violence. ■

Non seulement l'information doit être accessible, mais elle doit l'être facilement