

**LE COMMENTAIRE D'AUGUSTIN LANDIER ET DAVID THESMAR**

# Il faut mettre la finance à nu

Pourquoi les économistes n'ont-ils pas vu la crise arriver ? Le débat est relancé depuis un article du prix Nobel Paul Krugman dans le « New York Times ». Certains accusent la profession d'avoir été trop complaisante avec le secteur financier. Subjugués par Wall Street, principal employeur de leurs étudiants, et pour certains grassement rémunérés par les banques, les économistes n'étaient pas assez indépendants pour voir la catastrophe venir. Pour d'autres, c'est la pensée économique qui a défailli. Obsédés par la beauté formelle des modèles, certains universitaires passent leur vie à résoudre des exercices de mathématiques dont le lien avec la réalité est souvent ténu. Quant à ceux qui se disent empiristes, ils font tourner leurs ordinateurs sur des problèmes amusants mais plutôt anecdotiques, comme la tricherie dans les matchs de sumo. Une dernière classe de critiques les exonère moralement, même si elle reconnaît la faillite de l'organisation de leur profession. Les économistes ont fait ce qu'on les payait à faire : prévoir les taux d'intérêt à trois mois, raconter de jolies histoires dans les journaux, résoudre des modèles compliqués pour des revues prestigieuses, faire briller leurs étudiants aux interviews d'embauche. Comme les traders, les économistes auraient répondu aux incitations que le système leur donnait, et celles-ci ne sont pas calibrées pour leur faire poser les questions qui gênent.

Sans aucun doute, tous ces effets ont joué simultanément. Mais ils n'ont pu déclencher d'aveuglement collectif que parce que l'information manquait cruellement. L'aggravation des déséquilibres mondiaux n'a pas échappé aux macroéconomistes comme Robert Shiller ou Nouriel Roubini, qui disposent d'indicateurs produits par les instituts statistiques. Ils ont saisi que l'excès d'épargne des pays émergents créait des bulles spéculatives. Si tous n'ont pas crié « au feu », la hausse des prix immobiliers dans certains pays (Espagne, Etats-Unis) préoccupait sérieusement

nombre d'entre eux. Les opinions sur l'importance et la forme de la correction variaient largement, mais il serait faux de dire que personne n'avait rien vu.

Les microéconomistes – notamment les spécialistes de l'économie financière – ont, eux, tout raté. Ils n'ont pas réussi à déceler la contrepartie microéconomique des déséquilibres globaux, ils n'ont pas vu que la pratique de la titrisation ne suivait pas leurs théories, pas compris que les banques gardaient de fortes expositions aux risques au lieu de les passer au marché. Ils n'ont pas dit un mot des « poches » qui concentraient beaucoup d'en-

les marchés actions, qui sont centralisés. Sur ces marchés, qui n'ont pas connus 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, dans un format standardisé. Même transparence pour les transactions des 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'initié, cela les met sous la surveillance du pu-

## **Sans information, rien ne permettait aux économistes de dénoncer scientifiquement le discours trop confiant des banques.**

gagements non couverts (comme l'assureur AIG ou les « monoline »). Ils n'ont pas anticipé que le marché de la dette de court terme pouvait très rapidement perdre sa liquidité du fait de l'interdépendance extrême des acteurs.

Est-ce par cécité ? Dans le noir, avoir de bonnes jumelles ne sert à rien. 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. Sans information, rien ne permettait aux économistes de dénoncer scientifiquement le discours trop confiant des banques.

Il est temps d'accroître drastiquement la transparence des marchés financiers. C'est possible. Rappelons que des avancées considérables ont déjà été faites aux Etats-Unis sur

blic. 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.

La transparence est une urgence ; il faut déchirer le voile d'opacité dont s'est drapée la finance. On lit régulièrement dans la presse que des dangers considérables pèsent encore sur les institutions financières. La dette du « private equity », le crédit consommation aux Etats-Unis, 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 base solide. Les Etats-Unis sont en avance, mais il leur reste des progrès à faire. La France, avec sa culture latine du secret et de l'honneur, va devoir se faire davantage violence.

---

**Augustin Landier est professeur de finance à l'École d'économie de Toulouse.**  
**David Thesmar est professeur associé à HEC.**