

EN COUVERTURE

Entretien avec Jean Tirole

« Les chercheurs n'avaient pas conscience de l'étendue des risques pris avant la crise. »

Enjeux Les Echos - Quelles leçons les économistes tirent-ils de la crise ?

Jean Tirole - Tout d'abord, la crise financière de 2008 et la crise de l'euro ont toutes deux pour origine des institutions de régulation défailtantes : de supervision prudentielle dans le premier cas, de supervision des Etats dans le second. Dans les deux cas, le laxisme a prévalu tant que « tout allait bien » ; la prise de risque par les institutions financières et par les pays fut tolérée jusqu'à ce que le danger devienne trop évident.

Contrairement à ce que l'on pense souvent, ces crises ne sont pas techniquement des crises du marché - où les acteurs réagissent aux incitations auxquelles ils sont confrontés et, pour les moins scrupuleux, s'engouffrent dans les brèches de la régulation pour bénéficier du filet de sécurité public - mais plutôt les symptômes d'une défaillance des institutions étatiques nationales et supranationales.

La crise récente des banques et celle de l'euro montrent que les politiques macro économiques et la surveillance microéconomique des institutions financières sont profondément imbriquées. Si depuis vingt ans des recherches ont porté sur cet aspect, elles n'étaient pas incorporées dans le corpus de savoir dominant. L'intégration de l'impact des bilans bancaires et des politiques prudentielles dans les modèles macroéconomiques s'est accélérée ces dernières années.

L'efficacité des marchés est-elle remise en cause ? Avec quels amendements ?

J. T. - La vision selon laquelle les économistes ont une confiance illimitée dans l'efficacité des marchés financiers a trente ans de retard. Trois voies amendant cette vision ont fait l'objet de recherches ces dernières décennies.

Tout d'abord, comme l'ont montré notamment Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, les crises bancaires et souveraines font souvent suite à des bulles de crédit, en particulier sur l'immobilier. La possibilité de bulles a depuis longtemps été identifiée dans la littérature économique. Olivier Blanchard (aujourd'hui chef économiste du FMI) et moi avons produit séparément quelques travaux initiaux sur le sujet au début des années 80. Depuis, les recherches sur les conditions d'émergence des bulles ou leur impact ont été nombreuses.

Par exemple, dans un article publié cette année en collaboration avec Emmanuel Farhi (Harvard), nous montrons que les bulles accroissent non seulement la valeur des actifs concernés, mais aussi la liquidité globale dans le système financier et les taux d'intérêt. Par ailleurs, elles augmentent la capacité d'endettement des institutions qui les détiennent et par là dopent l'économie. Au moment de leur éclatement, elles produisent un « effet richesse » inverse par une diminution de la valeur des actifs et les fonds propres des institutions détenant les bulles se raréfient, au moment même où elles pourraient profiter d'un fort effet de levier car les taux d'intérêt ont chuté. Cet éclatement peut être très coûteux si les actifs soumis à la bulle sont détenus par des institutions très endettées comme en 2008, contrairement à ce qui s'était passé lors de l'éclatement de la bulle Internet en 2001.

Ensuite, des pans entiers de la littérature économique ont étudié ce qu'on appelle les « problèmes d'agence », c'est-à-dire l'utilisation des asymétries d'information par des agents économiques pour parvenir à leurs fins. Cette asymétrie d'information complique le contrôle des gestionnaires de fonds par les épargnants, des institutions financières ou des agences de notation par les superviseurs prudentiels. En fait, la plupart des causes de la crise financière sont liées à des problèmes d'information et avaient été étudiées bien avant la crise : l'impact d'une titrisation excessive sur les incitations des émetteurs, l'accroissement de l'endettement à court terme et l'« illiquidité » des institutions financières, la mauvaise mesure du risque bancaire, l'aléa moral des agences de notation, l'opacité des marchés de gré à gré, l'assèchement des marchés, ou l'impact procyclique des règles comptables et de la régulation.

Enfin, s'est développée la finance comportementale, qui a pour objet d'incorporer des biais cognitifs ou le sur-optimisme dans l'analyse des marchés financiers. L'hypothèse d'efficacité des marchés a été un utile point de départ, mais le corpus scientifique en la matière a beaucoup évolué depuis.

Pour autant, ces recherches n'ont pas permis de prévoir la crise...

J. T. - Effectivement, si la recherche a fourni les clés d'une compréhension des facteurs menant à la crise, elle a eu moins de succès à la prévenir. Ceci nous interpelle bien sûr. A mon avis, trois facteurs ont contribué à cet état de fait. Tout d'abord, la quasi-totalité des chercheurs n'a pas conscience de l'étendue des risques qui étaient pris, par exemple les engagements hors-bilan à travers les conduits, ou la taille et les corrélations des contrats de gré à gré. Ensuite, la diffusion de ces nouvelles connaissances a été très parcellaire ; la faute en incombe à la fois aux chercheurs, qui n'ont pas toujours fait le nécessaire pour, et aux décideurs, parfois peu concernés par l'économie quand tout va bien. Enfin, quelques économistes exposés à des conflits d'intérêt ont parfois survendu les vertus des marchés de gré à gré, ou sous-estimé l'importance de la régulation financière.

Y a-t-il une nouvelle théorie de l'Etat postcrise ? Sa place, son rôle ?

J. T. - Les vingt dernières années ont vu le rôle économique de l'Etat considérablement modifié. De producteur ou acteur politique profondément impliqué dans la gestion des entreprises et des marchés, il est devenu régulateur et pourvoyeur d'incitations. De plus, le pouvoir politique a le plus souvent cédé la place à des autorités indépendantes, en moyenne plus fiables quant à leur capacité d'engagement et leur indépendance vis-à-vis des groupes de pression. De la BCE aux autorités de la concurrence, des autorités de régulation des industries de réseau ou financières au nouveau Haut Conseil des finances publiques, les modes de fonctionnement de pans entiers de nos institutions publiques ont profondément changé.

Le nouveau rôle de l'Etat requerrait un cadre conceptuel renouvelé. C'est ainsi que la recherche en économie a récemment beaucoup porté sur la régulation des industries de réseau, celle des banques, les dysfonctionnements des marchés financiers, le droit de la concurrence, la taxation environnementale, les régulations du marché du travail, etc., parfois bien avant que ces thèmes soient d'actualité. Ces sujets sont toujours au centre des préoccupations des chercheurs.

Ce qui alimente la thèse du moins d'Etat ?

J. T. - Non, ces recherches ne préconisent pas forcément plus ou moins d'Etat, mais plutôt une meilleure intervention étatique. La taxe carbone (sujet sur lequel il y a un quasi-consensus parmi les économistes, qui y ont toujours été favorables et sont à l'origine de la taxation environnementale) en est une excellente illustration. Cette taxe régule et protège l'environnement (et va à l'encontre du laisser-faire), et en même temps traduit une méfiance - théoriquement et empiriquement fondée - vis-à-vis des manipulations et des gabegies dans lesquelles s'engagent souvent les décideurs publics quand ils veulent favoriser leur programme environnemental préféré ou populaire dans une opinion publique non-informée des coûts engendrés. Une fiscalité environnementale bien conçue a un effet beaucoup plus bénéfique sur l'environnement que des mesures publiques souvent plus intrusives.

Quelle est la « bonne finance » ?

J. T. - La finance est un élément indispensable de l'économie : elle permet le développement des entreprises - PME, start-up, groupes du CAC40

- et leur offre la possibilité de couvrir leurs risques. Elle fait de l'intermédiation entre des épargnants peu informés et les emprunteurs. Enfin, elle participe à une réallocation des fonds disponibles vers les entreprises qui feront le meilleur usage de ces fonds.

Ceci dit, elle peut être dysfonctionnelle. Ici, il s'agit de bien distinguer entre la finance utilisée par des acteurs sophistiqués et ne présentant pas de dangers pour les petits épargnants et les deniers de l'Etat, et celle qui justement requiert une régulation attentive. Que Warren Buffett désire faire un pari sur un produit dérivé complexe ou une entreprise à risque n'est pas en soi un sujet d'inquiétude.

Les fondements de la régulation prudentielle des banques, assurances, fonds de pension et plus généralement des intermédiaires financiers, c'est de protéger les acteurs ne comprenant pas la complexité ou le risque des produits financiers, ou incapables de surveiller le bilan et hors-bilan de leurs intermédiaires financiers. C'est aussi de protéger les finances publiques, dans la mesure où la menace de faillite d'une institution engendre un renflouement par les deniers publics. A ce sujet, un des aspects les plus choquants de la crise de 2008 est l'aide apportée par l'Etat américain à des banques d'investissement non régulées, car n'ayant pas de petits déposants. L'imbrication de ces établissements avec les banques régulées à travers, par exemple, les marchés de gré à gré créait un risque systémique, « justifiant » leur sauvetage. Il convient donc de mieux séparer le secteur régulé, potentiellement consommateur de deniers publics, du secteur non régulé.

Jean Tirole est président du conseil d'administration de l'Ecole d'économie de Toulouse.

PROPOS RECUEILLIS PAR ERIC LE BOUCHER

Tous droits réservés - Les Echos 2013