

# La crise des « subprimes » lue « à la Tirole »

**LA CHRONIQUE DE  
AUGUSTIN LANDIER ET  
DAVID THESMAR**



**L**e 19 décembre, Jean Tirole recevra la médaille d'or du CNRS pour ses recherches en économie. Une grande partie de ses travaux s'appuient sur la « théorie des contrats », c'est-à-dire l'étude des moyens contractuels permettant à un « principal » d'obtenir le meilleur résultat d'un « agent » sachant que celui-ci peut mentir, tricher ou simplement partir à la pêche. En un mot, la théorie des contrats est la science de la délégation et des incitations.

La théorie des contrats n'est pas qu'une construction ésotérique. Elle fournit une grille de lecture des ressorts de la crise des subprimes, qui plombe le système bancaire américain. Car cette crise, comme beaucoup de celles qui l'ont précédée, doit moins à la folie collective des acteurs financiers qu'à des défauts d'ingénierie contractuelle situés en plusieurs points du fuselage du marché du crédit. Ces contrats sont cruciaux car l'industrie bancaire a découpé en tranches spécialisées une part toujours plus importante de ses fonctions traditionnelles.

L'industrie du crédit logement est un exemple de cette évolution. En début de chaîne, on trouve des agents chargés d'émettre des prêts aux particuliers. Payés à la commission pour chaque nouveau client, ces agents n'avaient aucun souci de la qualité des emprunteurs : ils leur ont parfois suggéré de mentir sur leurs revenus et les ont attirés au moyen de contrats à taux d'intérêt très bas au départ puis relevés au bout de quelques mois. Optimistes ou mal informés, les emprunteurs pensaient pouvoir se refinancer au moment de la hausse des taux, et croyaient donc avoir trouvé un « bon deal ».

En milieu de chaîne, les banques packageaient tous ces prêts, les découpaient par tranches de risque et en vendaient la majorité pour se conformer à la régulation sans bloquer trop de capital. Le problème est que cette découpe éliminait leurs incitations à vérifier que les emprunteurs étaient de bonne qualité.

En bout de chaîne, ces tranches de crédit étaient vendues à des investisseurs peu informés comme certains fonds monétaires rassurés par leur bon rating. Et c'est là que

se trouve un troisième problème contractuel : les agences de rating sont payées par les vendeurs de produits, pas les acheteurs. Leur compétition n'est pas féroce. Elles n'ont pas jugé développé des outils d'évaluation complexes. Leur client, l'émetteur, voulait une bonne note et il l'obtenait.

Faut-il réguler ? Faut-il intervenir ? Les régulateurs doivent recueillir des données et faire une autopsie de la crise aussi claire et impartiale que possible, afin de permettre aux acteurs de réparer eux-mêmes la plomberie contractuelle du marché du crédit. Car ceux-ci ont tout intérêt à tirer les leçons de leurs erreurs d'inattention. Désormais, les fonds peu sophistiqués se méfieront des produits qu'ils maîtrisent mal et ne prendront plus les ratings pour argent comptant. Pour revendre leurs crédits, les banques devront donc fournir plus d'informations sur les emprunteurs, et conserver une part plus grande des risques pour s'engager de manière crédible à suivre les emprunteurs. Elles surveilleront donc de près les modalités d'attribution des prêts.

La semaine dernière, la Maison-Blanche annonçait un plan de gel des intérêts payés par certains emprunteurs mis en difficulté. Le

**Cette crise doit moins à la folie collective des acteurs financiers qu'à des défauts d'ingénierie contractuelle situés en plusieurs points du marché du crédit.**

plan cible les prêts pour lesquels la renégociation, qui évite la saisie coûteuse des maisons, bénéficie à l'emprunteur et aux prêteurs. La raison pour laquelle l'intervention du gouvernement est nécessaire pour aboutir à ces rééchelonnements de la dette est que les tranches de crédits sont détenues par une multitude d'acteurs aux incitations diverses, dont il est impossible d'obtenir un consentement unanime. La Maison-Blanche veut donc accélérer et simplifier ces restructurations. Le problème est que si les créanciers y gagnent dans leur ensemble, ces gains sont répartis inégalement. Les plus « seniors » (ceux auxquels les maisons servent de garantie) peuvent même y perdre, car les revenus d'une vente forcée des maisons auraient couvert ce qui leur est dû. L'intervention gouvernementale rend donc l'évaluation des différentes tranches plus difficile encore en créant une nouvelle couche de complexité financière et légale. Or c'est précisément la difficulté à mettre un prix sur ces actifs qui les rend « illiquides » et grippe le système financier.

AUGUSTIN LANDIER est professeur assistant à l'université de New York (NYU Stern).  
DAVID THESMAR est professeur associé à HEC.