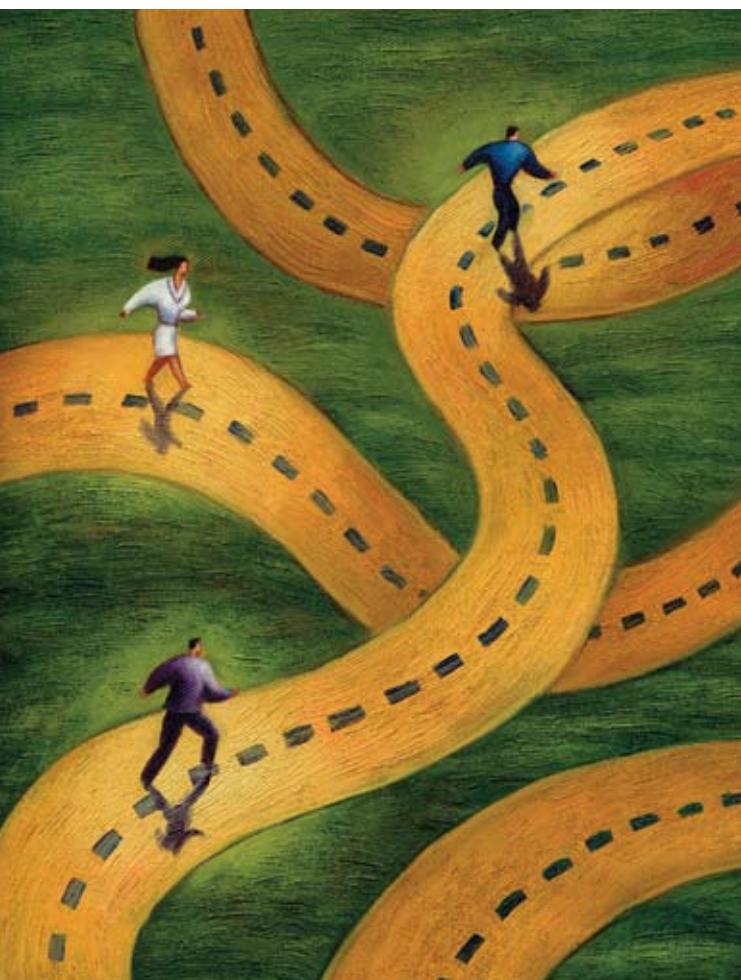


La macroéconomie moderne s'égare

William White



CHACUN de nous ressent les effets douloureux de la grande crise économique et financière mondiale qui nous frappe. En visite à la London School of Economics en fin d'année dernière, la reine Elizabeth II demanda pourquoi aucun économiste n'avait prévu la crise. Certains avaient pourtant sonné l'alarme. Il serait plus intéressant de savoir pourquoi personne, pas même les grands décideurs, ne voulait les écouter.

La raison principale en est peut-être que nombreux étaient ceux qui, juste avant la crise actuelle, gagnaient beaucoup d'argent. Une autre raison, traitée dans cet article, est que le modèle macroéconomique dominant ne sait pas intégrer les crises de ce type.

Pour l'ancien économiste en chef de la BRI, la crise mondiale devrait inciter à repenser l'analyse macroéconomique

Il ne suffira sans doute pas d'améliorer les cadres d'analyse macroéconomique pour éviter les crises à venir mais une réévaluation s'impose. Il y a de nombreux écueils à éviter, mais aussi de nombreuses idées qui méritent d'être creusées.

La macroéconomie moderne standard

Gregory Mankiw (2006) a récemment proposé une brève histoire de la macroéconomie. Il étudie d'abord la révolution keynésienne avant d'examiner les «Nouveaux classiques» et les «Nouveaux keynésiens» qui dominent l'enseignement de la macroéconomie depuis plusieurs décennies.

La plus belle réussite de la révolution keynésienne (qui tire son nom du défunt économiste John Maynard Keynes) était peut-être d'offrir un modèle d'équilibre général capable d'expliquer simultanément les niveaux de production, les taux d'intérêt puis, plus tard, les prix et l'inflation en postulant que les salaires ne réagissent que lentement aux variations des autres variables économiques. De grands modèles macroéconomiques évalués empiriquement ont rendu le modèle keynésien plus concret. La plupart de ces modèles traitait hélas de manière rudimentaire les anticipations, qui importaient tant à Keynes. Il semblait également manquer, au moins aux yeux de nombreux chercheurs, une justification théorique suffisante pour établir la réaction lente des salaires et des prix aux chocs économiques.

Ce sont ces insuffisances qui ont fait émerger les nouveaux modèles classiques qui négligent les rigidités, telles la viscosité des prix et des salaires, et postulent que tout agent économique établit ses anticipations de façon rationnelle puis agit rationnellement pour maximiser sa satisfaction. Les nouveaux modèles keynésiens ultérieurs se distinguent principalement des nouveaux modèles classiques en réintroduisant les rigidités des prix et des salaires postulées par Keynes. Cette approche sous-tend également les nouveaux modèles d'équilibre général dynamique stochastique qui ont séduit ces dernières années jusqu'à certains chercheurs des grandes banques centrales.

La dernière crise a montré l'inefficacité des modèles construits sur la théorie des anticipations rationnelles qui faisait déjà l'objet d'interrogations philosophiques (Foley, 2004) du type

«qu'est-ce, précisément, qu'être rationnel?». L'augmentation rapide puis l'effondrement des prix d'un grand nombre d'actifs ne semblaient guère compatibles avec un processus rationnel de formation des prix liés à une quelconque valeur sous-jacente. Tout se passait au contraire comme si, sur de nombreux marchés, les anticipations n'étaient qu'extrapolations basées sur le passé. Les prix s'élèverent donc jusqu'à des niveaux qui se sont avérés intenables lorsque les fondamentaux ont fini par s'imposer de nouveau. Le postulat selon lequel les prix s'ajustent rapidement sur la plupart des marchés pour rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande, notamment sur le marché de l'emploi, s'est vu remis en cause par l'augmentation constatée du chômage. Enfin, on commençait à admettre de plus en plus que de nombreux prix au cœur du système économique, tels que taux de change, taux d'intérêt et prix de l'énergie, dépendent autant des marchés que des États.

«La dernière crise a montré l'inefficacité des modèles construits sur la théorie des anticipations rationnelles.»

Bref, cette crise montre que les postulats réducteurs qui fondent une bonne part de la macroéconomie moderne expliquaient mal la réalité.

Il est tentant de dire que les décideurs se sont laissés tromper par de tels modèles. Pourtant, ces théories universitaires modernes n'ont, semble-t-il, guère influencé la plupart des banques centrales dans leur utilisation des instruments à leur disposition. L'éminent universitaire et banquier central Alan Blinder l'a clairement montré (Blinder, 1988 et 1997). Pour la plupart, les hauts dirigeants continuent plutôt de se reposer sur des modèles keynésiens. Néanmoins, ces modèles n'ont pas permis, eux non plus, de détecter à temps les problèmes qui s'accumulaient. Leurs insuffisances méritent donc aussi d'être examinées.

Les insuffisances des modèles keynésiens

Les modèles empiriques keynésiens d'après-guerre n'ont jamais su prévoir les retournements de cycle économique. C'est là un défaut majeur. En effet, à quoi bon avoir recours à des modèles coûteux pour affirmer que l'avenir ressemblera beaucoup au passé? Comme le montre Axel Leijonhufvud (1968), Keynes avait de vrais doutes quant à l'utilité de tels modèles qui négligeaient une de ses intuitions les plus importantes : les anticipations sont au cœur de tout comportement économique; la complexité de l'économie est telle que l'avenir est incertain; les comportements économiques tendent donc à résulter principalement d'une approche heuristique et d'émotions brutes (les «esprits animaux», Akerlof et Shiller, 2009) qui peuvent provoquer des écarts sensibles et soudains par rapport au passé. L'avenir ne peut donc être vu comme une moyenne des événements passés.

Ainsi, les modèles keynésiens traditionnels, tout comme les modèles modernes, sont certes un cadre théorique utile à l'analyse du fonctionnement du monde actuel mais ne sont pas d'un grand secours pour prédire les événements et sont peu utiles aux décideurs. Pis encore, les modèles de tradition keynésienne font abstraction de deux autres éléments qui pourraient être d'une importance pratique considérable dans la crise actuelle : les apports de l'école autrichienne et ceux de Hyman Minsky.

L'école autrichienne

Contrairement au cadre keynésien, l'école autrichienne accorde une importance considérable à la création de monnaie et de crédit par le système financier et aux déséquilibres cumulés qu'elle cause généralement à terme. Ces déséquilibres, qui ne sont que des investissements qui se révèlent non rentables, finissent par imploser à l'occasion d'une crise économique quelconque. Transposé dans le contexte actuel, cela signifie qu'une croissance monétaire et de crédit anormalement rapide depuis une dizaine d'années a débouché sur une augmentation des prix des actifs sans rapport apparent avec les fondamentaux. Cela a également alimenté des niveaux de dépense historiquement et anormalement hauts. Ainsi, l'épargne des ménages de nombreux pays anglophones est-elle descendue à zéro ou moins alors que le ratio investissement/PIB atteignait près de 50 % en Chine. Du point de vue autrichien, le risque est que ces déséquilibres se redressent pour retrouver des niveaux à la fois plus justifiables et plus normaux. C'est, en gros, ce à quoi nous assistons depuis deux ans en ce qui concerne les prix des actifs et les habitudes de dépenses aux États-Unis, au Royaume-Uni et ailleurs. C'est le cœur de nos difficultés actuelles. De plus, pour les tenants de l'école autrichienne, la croissance chinoise soutenue et sans précédent portée par les investissements est davantage un signe d'inquiétude que celui d'un retour à une croissance durable.

Toute décision de dépense erronée a pour conséquence l'apparition à terme de stocks de biens d'équipement/durables non rentables (pour les entreprises) et non désirés (pour les ménages) qui mettront du temps à s'amortir. Dans la situation actuelle, cela signifie que de nombreux secteurs d'activité qui ont crû rapidement pour répondre à une demande élevée sont désormais trop grands et doivent se resserrer. C'est par exemple le cas, au plan mondial, des services financiers (notamment les réseaux d'offre mondiaux), de l'automobile, de la distribution en gros, du BTP et de toute une série d'intrants primaires et intermédiaires. De plus, étant donné que de nombreux moyens de production en Asie produisaient pour des étrangers qui n'ont désormais plus les moyens d'acheter, une vaste redistribution géographique des moyens de production semble s'imposer.

Ainsi, le soutien keynésien à la demande pourrait bien avoir un effet positif à court terme mais, à plus long terme, un effet indésirable s'il devait empêcher les ajustements nécessaires des capacités de production. Sur la durée, cela a son importance. Ni la prime à la casse dans des pays à très faible taux d'épargne des ménages, ni les tentatives de maintien d'un taux de change bas pour les pays à très fort excédent commercial, ni le soutien aux salaires des employés à temps partiel dans

les secteurs où les emplois ne réapparaîtront pas, ne sont des mesures optimales.

Pendant ces restructurations, le taux de chômage structurel augmentera alors que les niveaux de production potentielle baisseront. Cette réduction des capacités s'ajoutera aux effets habituels des ralentissements économiques tels qu'une réduction des investissements (peut-être due au resserrement du crédit) et un ajustement lent de l'emploi et des salaires (Cerra and Saxena, 2008). Toutes les mesures visant à accroître la demande globale pourraient donc déclencher l'inflation plus tôt que prévu. Sachant que certaines de ces mesures, telle que l'assouplissement quantitatif et le desserrement du crédit, n'ont jamais été utilisées auparavant et que leur effet est donc incertain, ce surcroît d'incertitude sur les agrégats n'est sans doute pas bienvenu.

Hyman Minsky et le rôle du système financier

La situation actuelle est souvent qualifiée de «crise financière mondiale» mais cette crise touche également l'économie réelle. La crainte que la faiblesse du système financier ne se transmette à l'économie réelle par le biais du resserrement du crédit conforte l'idée que nous sommes en présence d'une crise uniquement financière. Paradoxalement, l'analyse économique moderne évoque à peine les problèmes du secteur financier. Comme Charles Bean (2009) l'a fait remarquer, le fait même que les grandes études sur les taux d'intérêt et les prix traitent à peine de l'intermédiation financière en dit long sur la macroéconomie moderne.

Certes, les banques créent de la monnaie et du crédit, ce qui est perçu, au moins par les Autrichiens, comme la cause profonde des crises qui frappent de temps à autre les sociétés capitalistes. Pourtant, même leurs études mentionnent à peine les difficultés du secteur financier et les interactions négatives entre ce secteur et l'économie réelle.

Irving Fisher (1933) a essayé assez tôt de prendre en compte ces éléments. Dans le contexte des milliers de faillites bancaires qu'ont connues les États-Unis dans les années 30, il a décrit les différentes étapes de l'attribution des prêts à des conditions de plus en plus souples (disant de la dernière que c'est un encouragement à la spéculation et à l'escroquerie). C'est, en fin de compte, ce laxisme qui menaçait les banques elles-mêmes.

Pour trouver une évaluation plus complète de ces considérations financières, il faut lire Hyman Minsky. Minsky (1982) parle lui aussi d'étapes dans la croissance du crédit, dont l'échéance se raccourcit sans cesse, jusqu'à devenir en fait une chaîne de Ponzi. Au tout dernier stade de l'expansion, les prêts servent à payer les intérêts des prêts précédents. Puis, à un moment imprévisible, les créanciers reconnaissent leur folie. Ils se concentrent d'abord sur leurs propres risques et, presque simultanément, sur ce qu'ils pensent être le comportement encore plus imprudent des autres. C'est à ce «moment de Minsky» que tout s'effondre avec de vraies conséquences pour l'économie réelle. Cela ressemble à une crise de liquidité mais, pour Minsky, c'est bien le risque perçu d'insolvenabilité des contreparties, y compris des autres banques, qui fait se tarir le crédit. À la lumière de la décision de BNP Paribas de geler trois de ses fonds en août 2007 et de la faillite de Lehman

Brothers en 2008, il semble bien que l'analyse de Minsky soit pertinente aujourd'hui.

L'avenir de la macroéconomie

Qu'est-ce que tout cela signifie pour l'avenir de la macroéconomie? Les hypothèses simplificatrices des modèles des Nouveaux classiques et des Nouveaux keynésiens n'en font pas, à court terme, les meilleurs conseillers de politique macroéconomique.

Ce qui nous laisse donc le cadre keynésien, sans doute flou et incertain puisque les fonctions principales dépendent des «esprits animaux». Au moins les prévisions produites par les modèles empiriques disponibles seront-elles accueillies avec tout le scepticisme nécessaire. Les très grandes erreurs de prévisions récentes, y compris au FMI, à l'Organisation de coopération et de développement économiques et dans d'autres structures officielles, ne font que renforcer une tendance observée depuis de nombreuses années dans les instituts de prévisions : nombreux d'entre eux, conscients des limites de chaque modèle, ont commencé à en utiliser plusieurs en parallèle. Tous ces résultats et le flair des décideurs les plus expérimentés orientent les choix de politique économique. On ne peut sans doute espérer mieux que ce mélange de science et d'art.

D'autres questions se posent encore. Comment intégrer dans la grille de lecture keynésienne certains apports de la théorie autrichienne? En temps normal, il pourrait suffire d'utiliser simplement le cadre keynésien pour estimer les écarts de production et les tendances inflationnistes à venir. Il y a quelques années, par exemple, il semblait expliquer convenablement le constat simultané d'une croissance soutenue, d'une inflation en baisse et de taux d'intérêts réels très bas dans l'économie mondiale (White, 2008). Pourtant, derrière ce calme apparent, des «déséquilibres» autrichiens s'accumulaient qui débouchèrent sur la crise actuelle. La recherche à venir en macroéconomie doit trouver les moyens d'identifier ces pressions et d'y réagir. Des travaux importants ont fort heureusement déjà été réalisés dans cette optique, qui laissent entrevoir certains domaines où des avancées prometteuses pourraient être réalisées (Borio and Drehmann, 2009).

Il faut à tout prix éviter de croire que l'étude des déséquilibres n'a trait qu'à la «stabilité financière», ce qui pourrait s'expliquer en partie par l'impression erronée que les problèmes actuels se limitent à ceux d'une crise financière. Il faut au contraire étudier comment la création excessive de monnaie et de crédit peut causer des déséquilibres hors du système financier et avoir de vraies conséquences macroéconomiques. Ainsi, aux États-Unis et ailleurs, les ménages semblent désormais prêts à dépenser moins, à épargner plus et à essayer de réduire leur endettement. Il est probable que les choses se passent ainsi, que le système financier soit capable ou non d'accorder de nouveaux crédits à d'anciens emprunteurs. L'influence de la situation patrimoniale des ménages et des entreprises sur leur envie de dépenser (plutôt que sur leur capacité de dépenser) devra être au cœur de la recherche à venir.

En faire une question de macroéconomie générale plutôt que de se limiter à la stabilité financière a aussi d'importantes conséquences institutionnelles. Il semble en effet en découler

que la surveillance de ces déséquilibres autrichiens et le choix des ripostes à y apporter relève plutôt des banques centrales que de la réglementation financière. Cela pose un problème politique dans la mesure où les instruments réglementaires, notamment ceux qui s'appuient sur des règles plutôt que sur des décisions subjectives (White, 2009), semblent être les instruments de choix pour réagir à l'apparition de problèmes de ce type. Ces sujets mériteraient d'être étudiés plus à fond,

«L'influence de la situation patrimoniale des ménages et des entreprises sur leur envie de dépenser (plutôt que sur leur capacité de dépenser) devra être au cœur de la recherche à venir.»

par exemple la possibilité pour la politique monétaire d'agir à contre-courant d'une croissance rapide du crédit.

Dire que c'est une question de macroéconomie générale n'est pas refuser d'admettre l'importance vitale de l'aspect financier du problème. Les déséquilibres et l'endettement excessif des ménages et des entreprises correspondent généralement à un endettement excessif des institutions financières. C'est d'ailleurs le besoin de désendettement simultané qui tend à rendre si grave le ralentissement économique correspondant. Cela signifie que l'étude du fonctionnement du système financier continue d'être une priorité.

Nombreux sont ceux qui ont rejeté la plupart des théories du marché efficient à l'occasion de la crise actuelle, mais par quoi les remplacer? Fort heureusement, il existe, là aussi, toute

une série d'études portant, entre autres, sur les informations imparfaites, les problèmes de réseaux et les incitations biaisées. On prend aussi plus au sérieux désormais les contributions de la finance comportementale (voir par exemple Akerlof et Shiller, 2009) et des praticiens ayant une connaissance particulière des interactions entre participants qui peuvent avoir des résultats inattendus sur les marchés (voir par exemple Soros, 2009).

Tout comme pour les questions de macroéconomie générale, ces nouvelles approches des questions financières peuvent avoir d'importantes conséquences institutionnelles. La question la plus importante est actuellement celle des systèmes de protection sociale. Ils ne cessent de s'étendre depuis des décennies et ont été à nouveau renforcés récemment. Les chercheurs doivent absolument étudier le rapport éventuel entre le risque d'aléa moral qui en découle (les incitations biaisées) et la gravité croissante des crises financières. À cet égard, la question de savoir si les banques sont devenues trop grosses, complexes, imbriquées ou internationales pour les laisser mourir ou les sauver n'est qu'un aspect d'un débat bien plus large.

En somme, en ce qui concerne la recherche macroéconomique à venir, la crise actuelle semble avoir mis en lumière des voies sans issue mais aussi de nombreuses questions irrésolues ayant une grande importance pratique à la fois pour la gestion et la prévention des crises. Reste à savoir si ces nouvelles pistes d'analyse déboucheront sur un changement de modèle. Quoi qu'il en soit, il est grand temps de modifier nos modes de pensée. ■

William White a été Conseiller économique et Chef du Département monétaire et économique de la Banque des règlements internationaux de 1995 à 2008. Il est aujourd'hui Président du Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement de l'Organisation de coopération et de développement économiques.

Bibliographie :

- Akerlof, George A., and Robert J. Shiller, 2009, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- Bean, Charles, 2009, "The Great Moderation, the Great Panic, and the Great Contraction," Schumpeter Lecture, Annual Congress of the European Economic Association, Barcelona, August 25.
- Blinder, Alan, 1988, "The Fall and Rise of Keynesian Economics," *The Economic Record*, Vol. 64, No. 4, p. 278–94.
- , 1997, "What Central Bankers Could Learn from Academics—and Vice Versa," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 2, p. 3–19.
- Borio, Claudio, and Mathias Drehmann, 2009, "Towards an Operational Framework for Financial Stability: 'Fuzzy' Measurement and Its Consequences," BIS Working Paper 284 (Basel: Bank for International Settlements).
- Cerra, Valerie, and Sweta Saxena, 2008, "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery," *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1, p. 439–57.
- Fisher, Irving, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, p. 337–57.
- Foley, Duncan, 2004, "Rationality and Ideology in Economics," *Social Research*, Vol. 71, No. 2, p. 329–39.
- Leijonhufvud, Axel, 1968, *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes* (New York: Oxford University Press).
- Mankiw, N. Gregory, 2006, "The Macroeconomist as Scientist and Engineer," *NBER Working Paper 12349* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Minsky, Hyman P., 1982, "The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy," in *Financial Crises*, ed. by Charles P. Kindleberger and Jean-Pierre Laffargue (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).
- Soros, George, 2009, *Central European University Lecture Series*, Budapest, October 26–30.
- White, William R., 2008, "Globalisation and the Determinants of Domestic Inflation," *BIS Working Paper 250* (Basel: Bank for International Settlements).
- , 2009, "Should Monetary Policy 'Lean or Clean?'" *Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper 34* (Dallas, Texas: Federal Reserve Bank of Dallas).