



## Résoudre les énigmes du passé

*James L. Rowe Jr. dresse le portrait de Carmen M. Reinhart, spécialiste des données et de l'histoire*

**S** I LE MIAMI Dade College avait proposé un programme de stylisme, elle ne serait peut-être jamais devenue économiste.

Au lieu de cela, Carmen Reinhart, économiste de sexe féminin la plus citée au monde et coauteur de l'un des ouvrages économiques les plus importants des dix dernières années, a étudié les techniques marchandes de la mode.

«Je suis très portée sur l'art et j'aime dessiner. J'ai donc pensé n'avoir pas choisi la bonne école pour devenir styliste et je me suis demandé si les techniques marchandes de la mode me plairaient.»

Ce ne fut pas le cas.

«Il s'agit d'apprendre à acheter, ce qui n'a guère de rapport avec le stylisme ... la partie artistique du métier.» Elle était convaincue d'avoir fait un mauvais choix.

Mais le programme l'obligeait à suivre un cours sur les principes de la science économique. Son enseignant, «un vieux marxiste original», combinait un manuel classique avec la critique du capitalisme américain de Douglas F. Dowd, *The Twisted Dream*. «Ce livre m'a fascinée sans pour autant me décider à devenir économiste. Mais j'ai voulu suivre d'autres cours d'économie et voir si j'y prenais goût. Ce fût le cas.»

C'est ainsi que débuta l'ascension de Reinhart dans la profession d'économiste, marquée par des passages successifs à Wall Street, au Fonds monétaire international et dans l'enseignement supérieur, notamment à l'université du Maryland et actuellement au

département Kennedy de Harvard, où elle occupe la chaire Minos A. Zombanakis consacrée au système financier international.

Lors des quatre ans passés à la banque d'investissement Bear Stearns, aujourd'hui disparue, elle s'intéressa aux thèmes qui dominent ses travaux : les crises bancaires et financières ainsi que leurs répercussions, les mouvements de capitaux, les indicateurs des cycles conjoncturels mondiaux et la dette (publique et privée). Le Mexique fit défaut sur sa lourde dette étrangère six mois seulement après son arrivée chez Bear Stearns, en 1982. «Ce fut une expérience instructive d'opérer sur les marchés financiers et d'observer l'effet de contagion, les conséquences sur les banques, la volatilité ... avec une incidence vraiment durable sur les domaines auxquels je m'intéressais.»

La démarche de Reinhart n'est pas usuelle chez les économistes. Dans une profession dominée par les théoriciens et les concepteurs de modèles, elle s'est distinguée en cherchant, en analysant et en organisant des données.

Elle s'est retrouvée récemment au cœur d'une polémique à propos de l'usage fait par elle et son coauteur Kenneth S. Rogoff de données dans une étude concluant que, lorsque le ratio dette publique/PIB dépasse 90 %, il commence à entraver la croissance économique à long terme. Cette conclusion est débattue par les spécialistes depuis la présentation de l'étude au début de 2010. Mais, lorsqu'en avril dernier, plusieurs économistes de l'université du Massachusetts ont dit y avoir trouvé des erreurs de calcul et

de méthode ainsi que des omissions «sélectives» de données, le débat s'est transformé en controverse publique.

Tout en reconnaissant avoir fait une erreur de calcul, Reinhart et Rogoff affirment que cela ne change pas les résultats globaux. Selon eux, les autres critiques étaient sans fondement et les conclusions de l'étude sont solides.

### À contre-courant

Reinhart a coutume d'aller à l'encontre des idées reçues. Sa première étude réputée, réalisée en 1993 avec ses collègues du FMI Guillermo Calvo et Leonardo Leiderman, contestait l'idée dominante dans cette institution et ailleurs selon laquelle l'afflux de capitaux dans les pays d'Amérique latine s'expliquait par la qualité de leurs politiques économiques. Le postulat des trois auteurs était au contraire que des facteurs externes, notamment un contexte mondial porteur et des taux d'intérêt faibles, avaient déclenché ces investissements, qui pouvaient s'interrompre brutalement si la situation changeait. Selon Reinhart, ils auraient fait le même constat s'ils s'étaient intéressés à l'Asie. Le trio avait raison : quand la situation extérieure s'est modifiée, les entrées de capitaux dans les pays émergents ont cessé brutalement, d'abord au Mexique en 1994, puis en Asie en 1997, en Russie en 1998 et en Argentine en 2001.

Plusieurs années après, Reinhart et Graciela Kaminsky, une autre économiste, mirent en doute l'idée répandue selon laquelle la contagion internationale des crises serait surtout due aux liens commerciaux. Elles l'ont plutôt attribuée aux canaux financiers, alors peu étudiés.

Selon Calvo, désormais à l'université Columbia et l'un des théoriciens économiques les plus en vue, «Carmen n'entre pas dans le moule de l'économiste universitaire qui passe le plus clair de son temps à étudier des ramifications sans intérêt du paradigme dominant. C'est un esprit original, guidé essentiellement par des intuitions fortes, qu'elle vérifie d'abord en recherchant minutieusement les données probantes disponibles avant de passer à l'application économétrique pointue.»

Reinhart dit n'avoir jamais décidé délibérément de privilégier l'aspect empirique par rapport à la théorie; c'est simplement sa manière d'être. «J'aime les données. Pour moi, c'est capital. En définitive, il faut trouver la solution d'énigmes et je le fais en fouillant dans les chiffres, à la recherche de régularités empiriques, de tendances récurrentes... Comme le dit Sherlock Holmes : «la chasse est ouverte.»

C'est grâce à cette capacité à découvrir et à ordonner des données économiques que Reinhart et Rogoff, dans leur ouvrage à succès publié en 2009, «*This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*», survolent des centaines de crises économiques, liées à l'endettement, aux banques, à la monnaie et à l'inflation, dans 66 pays du Moyen-Âge à nos jours. Ce livre, à l'instar des nombreux autres travaux de Reinhart pendant deux décennies, n'a pas été touché par la controverse portant sur l'étude de 2010. Il montre que les véritables crises économiques sont dévastatrices, mais se produisent si rarement que, comme l'économiste Alan Taylor l'écrivait l'année dernière dans le *Journal of Economic Literature*, «l'expérience récente peut induire en erreur aussi bien les experts que les politiques» : c'est pourquoi les signes annonciateurs de la crise financière mondiale des cinq dernières années ont été largement ignorés.

Les recherches de Reinhart et Rogoff (la moitié du livre se compose de données, dont beaucoup glanées laborieusement dans des sources obscures) révèlent de grandes similitudes au fil du temps dans le mode de formation et de déclenchement des crises économiques. Mais par indifférence, ignorance ou négligence à l'égard des leçons de l'histoire, les économistes et les décideurs trouvent toujours divers motifs pour ne pas tenir compte des indices précurseurs de difficultés. Reinhart et Rogoff qualifient cette attitude de «syndrome du cette fois c'est différent», qui, selon eux, «provient de la conviction que les crises financières n'arrivent qu'aux autres, ailleurs et à d'autres époques; elles ne sauraient nous toucher ici et maintenant. Nous gérons mieux, sommes plus intelligents et avons tiré les leçons des erreurs passées. Les vieilles règles d'évaluation ne s'appliquent plus.»

### Prendre garde à l'endettement

Selon Reinhart, l'une des principales conclusions de leurs recherches est que les dirigeants doivent «se méfier des cycles d'endettement, ainsi que des poussées du crédit et de la dette, la dette privée se transformant en dette publique. Une fois qu'une véritable crise bancaire est enclenchée, on ne peut y remédier rapidement». Et d'ajouter que sur ce point leurs résultats «n'ont pas été présentés dans leur intégralité... nous faisons valoir que l'on se sort rarement d'un excès d'endettement public, privé ou les deux à la fois sans un certain élément de restructuration». Et c'est vrai non seulement pour les pays émergents, mais aussi pour les pays avancés.

Les deux chercheurs étaient sur le point d'achever leurs travaux lorsque le marché du crédit immobilier américain s'effondra en 2007, déclenchant une crise financière mondiale comparable à la crise des années 30. Dans une étude présentée à la réunion annuelle de l'American Economic Association (AEA) en janvier 2008, Reinhart et Rogoff ont montré que des indicateurs économiques courants pour les États-Unis (hausse des prix des actifs, montée de l'endettement, déficit courant élevé, ralentissement de la croissance) signalaient l'imminence d'une grave crise financière.

«Si certains ont exclu qu'une telle crise puisse arriver aux États-Unis, l'attention d'autres a été éveillée par l'étude «Is the U.S. Subprime Crisis That Different?» Après sa présentation, Reinhart et Rogoff se sont dit que, faute de crise, ils risquaient de perdre la face. «Mais, comme vous le savez, la crise a bien eu lieu.»

Un an plus tard — peu après la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers, le blocage des marchés monétaires et la prolifération de la crise financière —, les auteurs ont formulé, lors de la réunion de l'AEA de janvier 2009, un autre pronostic inquiétant sur la base des données historiques considérables qu'ils avaient assemblées. Leur étude, «Aftermath of Financial Crises», avançait deux arguments, accueillis d'abord avec scepticisme, mais qui se sont ensuite avérés exacts. Le premier est que les récessions à l'origine de ces crises «sont très durables et marquées», précise Reinhart; le deuxième est qu'elles entraînent une envolée de la dette publique : il ressort de leur analyse qu'elle a presque doublé en termes réels au cours des trois années postérieures à chaque grande crise nationale depuis la Deuxième Guerre mondiale.

Reinhart rappelle que de nombreux économistes et dirigeants ont qualifié d'alarmistes leurs prévisions sur la dette publique, alors que dans certains pays, elle a en fait augmenté beaucoup plus.

C'est l'étude présentée à la réunion de l'AEA de janvier 2010 qui a suscité le plus de controverses. De nombreux économistes ont émis des doutes à propos de la limite de 90 %, surtout pour des pays comme les États-Unis qui empruntent dans leur propre monnaie. D'autres se sont demandé si c'est la dette qui cause le ralentissement de la croissance ou l'inverse. En tout cas, cette étude est devenue un élément du débat politique brûlant entre tenants de l'austérité et de la relance — bien qu'elle n'ait pris position ni pour l'une, ni pour l'autre — et fut citée par des responsables politiques et d'autres partisans de la réduction des déficits budgétaires.

Selon certains économistes de l'université du Massachusetts, l'étude «Growth in a Time of Debt» comporte des défauts d'analyse, exclut délibérément des données disponibles et utilise des techniques inhabituelles de pondération statistique. Il en est résulté une avalanche de critiques de la part de partisans de la relance pendant cette période de ralentissement, y compris des experts en économie et même des animateurs d'émissions-débats de fin de soirée.

Reinhart et Rogoff ont reconnu dans plusieurs déclarations avoir commis une erreur de tableur, mais sans incidence sur la plupart de leurs calculs ou sur leur conclusion essentielle, à savoir qu'un endettement élevé devient un obstacle pour la croissance. Ils ont ajouté que leurs techniques de pondération statistique n'avaient rien d'inhabituel et rejeté fermement l'accusation d'avoir omis des données pour renforcer leur argumentation. Selon eux, les données manquantes étaient indisponibles ou non complètement vérifiées lors de la présentation de la première version de l'étude, mais elles ont été ajoutées à la base de données figurant sur leur site Internet et aux itérations postérieures de l'étude (dont un article publié en 2012 dans le *Journal of Economic Perspectives* de l'AEA, retraçant deux siècles de relation dette-croissance). Leurs conclusions restent les mêmes.

### Une exilée de Cuba

Reinhart définit la première partie de sa vie comme «une histoire ordinaire d'immigrée aux États-Unis». Née Carmen Castellanos, elle a fui avec ses parents ce qu'ils considéraient comme une situation de plus en plus dangereuse dans le Cuba de 1966. Au début, dit-elle, sa famille, qui appartenait à la classe moyenne, ne s'est pas sentie menacée par la révolution de 1959 conduite par Fidel Castro aux dépens du dictateur Fulgencio Batista.

Mais, au bout d'un certain temps, «le chaos initial a fait place à une plus grande organisation, qui est allée de pair avec la répression».

Son frère, qui a 11 ans de plus qu'elle, «a eu des problèmes pour avoir tenu des propos jugés antirévolutionnaires» et est parti un an avant le reste de la famille. Il a fini par s'installer à Pasadena, en Californie, où elle et leurs parents l'ont rejoint.

L'adaptation à ce nouveau pays a été difficile : la famille est passée de la classe moyenne à la classe ouvrière. Son père, comptable dans une brasserie à Cuba, a échangé sa caleçon contre un marteau, et est devenu charpentier, et sa mère, qui n'avait jamais travaillé, couturière «spécialisée en draperies, et non en habillement. Aujourd'hui encore, je suis fascinée par les draperies. Je ne peux entrer dans une pièce sans les remarquer».

Le changement fut particulièrement difficile pour l'enfant de dix ans. Dans les deux mois suivant son arrivée, Reinhart contracta une fièvre rhumatismale : «j'avais tout le côté gauche paralysé ...

sachant que je suis gauchère, ce n'était pas rien et il m'a fallu un bon moment pour guérir. Avec la perte d'une année scolaire, le traumatisme dû à tout cela et ma quasi-ignorance de l'anglais, ce ne fut certes pas une transition facile».

Elle s'adapta, se fit des amis, apprit l'anglais et commença à «vraiment réussir à l'école», mais tout cela pour être de nouveau déracinée quatre ans après lorsque sa famille quitta Pasadena pour le sud de la Floride, afin de se rapprocher de parents qui avaient récemment quitté Cuba. Ce déménagement conduit à la rencontre de Miami Dade qui recentra son intérêt de la mode vers la finance et l'économie.

Elle entra à l'université internationale de Floride où elle rencontra Peter Montiel, un enseignant qui finissait son doctorat du

## Ce que j'aimais vraiment, c'était prendre une idée, puis essayer d'en tirer quelque chose.

MIT. Aujourd'hui professeur d'économie au Williams College, il la guida dans ses cours. «J'ai réalisé que je voulais vraiment poursuivre des études universitaires supérieures.»

Montiel, lui aussi cubain, était retourné à Miami pour enseigner aux compatriotes qui, pour des raisons culturelles et familiales, n'allaient pas étudier loin de leurs familles. L'université internationale de Floride était un établissement public peuplé d'étudiants brillants qui auraient pu réussir n'importe où. Parmi eux, Reinhart était, selon Montiel, l'«étoile». Il se souvient de sa «curiosité intellectuelle et de sa grande capacité de travail». Elle faisait le maximum pour apprendre.

Elle obtint son diplôme en 1978 et partit à l'université Columbia — une décision dictée autant par la réticence de sa mère à laisser sa fille célibataire quitter la maison que par le prestige de cet établissement. «J'ai été élevée un peu à la manière de l'Espagne du 15<sup>e</sup> siècle, fait-elle remarquer, il y avait à New York des cousins «qui pouvaient me surveiller.»

À Columbia, elle rencontra son mari, Vincent R. Reinhart, qui a occupé des postes importants au Conseil de la Réserve fédérale et est maintenant économiste en chef de Morgan Stanley, géant des services financiers. Ils ont réalisé ensemble un certain nombre d'études.

En 1982, après avoir obtenu deux maîtrises d'économie et réussi les examens requis pour faire un doctorat, elle quitta l'université pour devenir économiste chez Bear Stearns, une banque d'investissement de taille moyenne qui, un quart de siècle après, a été l'une des premières victimes de la crise financière mondiale. Non seulement elle venait juste de se marier et souhaitait bien gagner sa vie, mais elle était depuis longtemps fascinée par les marchés financiers. En l'espace de trois ans, elle devint économiste en chef.

Mais elle dit avoir ressenti en 1986 un sentiment de frustration et réalisé que la vie d'économiste de banque ne lui convenait pas. «Ce que j'aimais vraiment, c'était prendre une idée, puis essayer d'en tirer quelque chose.» Or, à Wall Street, «on n'avait pas vraiment le temps d'approfondir, car il fallait sans cesse passer au sujet du jour

suisant, etc.» Elle retourna donc à Columbia et acheva rapidement son doctorat sous la direction du prix Nobel Robert Mundell.

Ensuite, ce fut le FMI. Arrivée chez Bear Stearns juste avant le début de la crise de la dette souveraine en Amérique latine, elle avait été fascinée par le rôle de l'institution face à cette longue crise. «Je voulais faire du stratégique». Ce fut le premier de ses deux passages dans l'institution financière internationale, où elle débuta comme économiste au Département des études.

Elle réalisa plusieurs études importantes, dont une analyse controversée des mouvements de capitaux en Amérique latine effectuée en 1993 avec Calvo et Leiderman. Si l'on en juge par le nombre de citations (compté par Google Scholar), c'est l'étude faite en 1995 avec Kaminsky et publiée en 1999 dans l'*American Economic Review* qui a eu le plus de résonance dans la profession. Intitulée «The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Crises», elle conclut que les difficultés des banques d'un pays se produisent généralement avant une crise monétaire, laquelle les aggrave ensuite. En outre, les deux crises ont lieu au terme d'un long essor économique «alimenté par le crédit et les entrées de capitaux, et accompagné d'une surévaluation de la monnaie». La première version fut rédigée juste après la crise mexicaine de 1994. Au moment de sa publication, plusieurs pays asiatiques connaissaient de graves crises financières. Selon Reinhart, l'étude explique pourquoi «un problème propre au secteur bancaire, comme celui survenu en Thaïlande [en 1997], affaiblit le taux de change, la crise bancaire finissant par provoquer un effondrement de la monnaie.»

Ce document traitait entre autres des indicateurs dont l'évolution peut laisser prévoir une crise, un sujet que Reinhart et Rogoff étudieront plus en détail dans *This Time Is Different*. Kaminsky et Reinhart se sont ainsi intéressées au phénomène de la contagion. La plupart des chercheurs croyaient alors que les crises se diffusaient par l'intermédiaire du commerce. «Dans notre étude «On Crises, Contagion and Confusion», Graciela et moi-même soutenions que les liens financiers étaient l'élément important, notamment en ce qui concerne les prêts des banques», note Reinhart. Elle dit avoir observé une répétition du début de la crise de la dette latino-américaine, en 1982, quand des banques (surtout américaines) ont cessé de prêter, non seulement au Mexique, mais à tous les emprunteurs latino-américains. «Ce fut le même scénario, mais cette fois en Asie», après l'effondrement de la Thaïlande, sauf que les banques étaient japonaises. «Elles ont commencé à rééquilibrer leurs risques et se sont retirées de Corée ainsi que d'Indonésie.»

En 1996, Reinhart quitta le FMI et rejoignit Calvo, qui à l'époque était à l'université du Maryland. Elle y est restée jusqu'en 2010, année où elle passa rapidement du Peterson Institute for International Economics à Harvard.

Elle revint au FMI en 2001, appelée par Rogoff pour être son adjointe peu après sa nomination comme économiste en chef et directeur du Département des études. C'est là qu'ils eurent l'idée d'écrire *This Time Is Different*. La thèse avait eu une longue période de gestation, remontant jusqu'à l'étude réalisée en 1993 avec Calvo et Leiderman, lorsque Reinhart découvrit «le syndrome du cette fois c'est différent». Les trois économistes affirmaient que les mouvements de capitaux n'étaient pas un phénomène nouveau, résultaient de facteurs extérieurs et pouvaient s'inverser brusque-

ment. «On nous rétorqua évidemment : cette fois c'est différent ... ce n'est pas comme à la fin des années 70.» Ce fut la même chose avec l'Asie plusieurs années plus tard, lorsque beaucoup refusèrent de prendre au sérieux la menace créée par l'importance des déficits extérieurs et des entrées de capitaux. En Asie, tout le monde croyait que les crises financières «étaient réservées à l'Amérique latine».

Les conceptions de Reinhart et Rogoff furent précisées dans une étude intitulée «Debt Intolerance», réalisée en 2003 avec Miguel A. Savastano, un collègue du FMI. La conclusion était la suivante : alors que l'on pensait que les problèmes d'endettement et les défaillances des débiteurs étaient «le lot des pays émergents», les pays avancés ont une expérience similaire, «qui remonte au quinzième siècle». Avant de quitter le FMI en 2003, Reinhart et Rogoff jugèrent que ce thème justifiait un livre plutôt qu'une simple étude. Mais c'est seulement en 2006 qu'ils commencèrent à exploiter sérieusement à cette fin leurs années de recherche.

Reinhart effectuait ses recherches sur trois fronts. «Chaque jour», elle parcourait «le Web pour trouver des références et des sources de données», dénichant par exemple un chercheur spécialiste des prix qui recueillait des informations anciennes dans les archives d'un monastère. Elle était constamment sur AbeBooks, une riche source d'ouvrages rares et épuisés, écrits aux États-Unis, en Grande-Bretagne et au Canada. «Pendant longtemps, on en a livré chaque jour chez moi.» Elle devint aussi une habituée de la bibliothèque de la Réserve fédérale où son mari était directeur de la division des questions monétaires. Cette bibliothèque est le dépositaire de nombreuses statistiques économiques obscures.

À partir de plusieurs sources, son mari rassembla «miraculeusement» la quasi-totalité des données économiques publiées par la Société des Nations. Ce fut son cadeau pour la Saint Valentin.

Il n'a été facile ni de trouver des données, ni de les organiser. «Cela pose des problèmes très complexes.» Elle se souvient avoir travaillé jusqu'à trois heures du matin «pour compter le nombre de zéros» dans les pays ayant connu l'hyperinflation. «C'est un cauchemar.»

Mais ce labeur a été fructueux et a abouti à *This Time Is Different*. Les études présentées à l'AEA en 2008 et en 2009 ont suscité tant d'intérêt que l'éditeur, Princeton University Press, a incité les auteurs à finir rapidement. De ce fait, le livre est sorti en 2009, mais avec une analyse approfondie des seules crises bancaires et d'endettement. Selon Reinhart, ils n'ont pas eu le temps d'examiner aussi complètement «les crises inflationnistes, les crises monétaires et les contrôles des mouvements de capitaux». Tous deux prévoient de traiter ces questions plus en profondeur dans un autre ouvrage.

Cet ouvrage donnera probablement des preuves supplémentaires que les économistes ont passé trop de temps à élaborer des théories sur la base de données trop limitées et trop récentes, tout en traitant avec désinvolture les leçons du passé; c'est pourquoi ils n'ont pas vu venir la pire crise économique des 75 dernières années. ■

James L. Rowe Jr. est l'un des rédacteurs principaux de Finances & Développement.

---

#### Bibliographie :

Taylor, Alan M., 2012, "Global Financial Stability and the Lessons of History: A Review of Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff's *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*," *Journal of Economic Literature*, December, p. 1092-105.