

# Commentaire

*« Il n'y a pas de bonheur sans liberté, ni de liberté sans vaillance », Thucydide.*

NUMÉRO 146 / ÉTÉ 2014

GEORGES DE MÉNIL

La science économique et le contrôle du risque  
macroéconomique : une illusion dangereuse

# La science économique et le contrôle du risque macroéconomique : une illusion dangereuse

GEORGES DE MÉNIL

**P**ATRON de recherche, maître de l'analyse de la consommation des ménages, André Babeau nous incite à réfléchir sur l'état de la science économique en ce début du XXI<sup>e</sup> siècle. Comment se fait-il que, à part quelques rares exceptions, tous les meilleurs économistes, les grands financiers, les hauts fonctionnaires, sont passés à côté des signes précurseurs de la plus grande crise économique depuis les années Trente ? Babeau reprend à son compte la question adressée à l'époque par la reine d'Angleterre en visite à la *London School of Economics* : « *Why did no one see this coming ?* ». Où étaient la macroéconomie et ses modèles ?

Les réflexions qui suivent constituent une sorte de confession. Car je suis moi-même un passionné de la macroéconomie, qui a consacré plusieurs des années formatrices de sa carrière à construire des modèles des économies américaines, françaises, ukrainiennes et autres, un technicien persuadé que la mise en œuvre de ces outils contribuerait à la rationalisation de la politique économique.

Je ne m'attarderai pas sur la critique détaillée de la pensée économique dans des domaines précis proposée par Babeau. Ses commentaires sur, par exemple, l'insuffisance des statistiques financières, ou la mauvaise intégration dans les modèles des comportements réels avec les comportements financiers, sont bien fondés. Mais je ne pense pas que même des modèles corrigés de ces défauts auraient évité les erreurs de l'époque. C'est aux économistes qu'il faut imputer la faute, pas à leurs outils.

Par contre, je souscris pleinement à la réponse que Babeau propose de donner à la reine d'Angleterre : « *Majesty, au grand dam de tous, le consensus des économistes aboutissait à sous-estimer, depuis des décennies, les risques associés, entre autres, aux niveaux d'endettement atteints dans les secteurs privé et public.* » Cette réponse est juste, mais elle ne va pas assez loin.

Deux courants de la pensée économique ont contribué à une désinvolture croissante des économistes par rapport au risque, notamment en finance. Paradoxalement, la première a été le progrès dans l'analyse du risque des mathématiciens de la finance. Le succès des économistes Fischer Black et Myron Scholes a marqué un tournant dans la finance. Ils ont proposé en 1973 <sup>(1)</sup> un modèle de la valeur d'une option qui tient compte de façon précise de la volatilité de l'actif sous-jacent. Le flottement des devises et la libération progressive dans plusieurs pays de la réglementation bancaire alimentaient alors une demande croissante de mécanismes de protection contre les volatilités nouvelles. C'était le début de l'essor nouveau des grands marchés de dérivés, d'abord de Chicago, et ensuite de Londres, New York et Paris. En permettant d'attribuer des valeurs intrinsèques liées à leurs fondements à ces dérivés, le modèle de Black-Scholes a doté ces marchés d'un cadre de référence solide. L'ingénierie financière moderne est née d'un foisonnement d'analyses tels que la leur, et de l'explosion de la capacité du traitement par l'informatique d'une pléthore grandissante de statistiques économiques. Le paradoxe est que plus on avançait dans l'analyse du risque, plus on était poussé à croire qu'on pouvait le contrôler.

L'autre courant de la pensée ayant contribué à la genèse de la crise de 2008 a été l'influence croissante et finalement exagérée de l'hypothèse de la rationalité des anticipations. Dans les économies de marché, les acteurs conditionnent leurs comportements à l'idée qu'ils se font de l'avenir. L'investissement, la consommation, les prix, les valeurs financières – tous dépendent des anticipations. De longue date les économistes ont privilégié la notion que ces anticipations étaient généralement

---

(1) Fischer Black and Myron Scholes, « The pricing of options and corporate liabilities », *Journal of Political Economy*, 1973, p. 637-654.

fondées sur des projections du passé. Dans les modèles, on les représentait avec des effets de retards échelonnés. Il s'ensuivait que les pouvoirs publics, informés par les modèles de leurs experts, furent tentés de considérer qu'ils pouvaient systématiquement agir sur l'économie en ne modifiant que lentement et mécaniquement les anticipations des agents. Une banque centrale qui accélérerait la création monétaire, et ainsi à terme l'inflation, pouvait compter sur les effets de relance de cette inflation, sans craindre que les agents n'ajustent rapidement leurs anticipations inflationnistes et annulent ainsi l'effet de relance. L'hypothèse de rationalité des anticipations – implicite dans les travaux de Milton Friedman, mais rendue précise par John Muth <sup>(2)</sup> – a abruptement donné un coup de semonce à cette tentation de facilité des pouvoirs publics. Pourquoi les agents économiques ne s'aviseraient-ils pas rapidement des intentions de la banque centrale ? Muth propose que, quand ils forment leurs idées sur l'avenir, les familles et les chefs d'entreprise tiennent compte de leurs propres comportements et de ceux des autres agents, y compris les pouvoirs publics. Leurs anticipations ne sont pas des projections mécaniques ; elles reflètent une connaissance pragmatique et avertie du vrai fonctionnement de l'économie.

Cette notion « d'anticipations rationnelles » – l'adjectif rend mal la subtilité de l'hypothèse – fut une révolution. Je me souviens de mon étonnement, il y a quarante ans, lors d'une conférence à Washington, de ma présentation d'une modélisation économétrique, dont j'étais fier, du cycle prix-salaires. Bob Lucas (qui allait recevoir dix ans plus tard un prix Nobel) est venu discrètement me dire à la fin de la présentation que mes équations, avec leurs anticipations en retard échelonnés, étaient fondamentalement erronées. Logiquement les agents ne pouvaient pas raisonner ainsi. Tout était à recommencer ; il fallait repenser mon modèle. Et, par extension, repenser la politique économique.

Cette révolution a été essentiellement bénéfique. Elle imposait aux pouvoirs publics une conception modeste de leur mission en temps normaux : formuler des règles de conduite prévisibles et – pour ce qui est des banques –

anti-inflationnistes. Mais elle portait le germe de ce qui est devenu une dérive. Si les anticipations des agents sont eux-mêmes endogènes, la nature de leur formation doit être un sujet de préoccupation central pour les économistes. En sortant ce sujet de l'ombre, les défenseurs des « anticipations rationnelles » ont ouvert un nouveau chapitre important dans la pensée économique. Mais ils n'ont pas été assez loin.

La formation de la vision de l'avenir d'un agent est intrinsèquement un sujet complexe. Comment est-ce qu'un chef de famille ou un patron d'entreprise s'informe sur le fonctionnement des marchés sur lesquels il agit ? Quelle est l'influence des opinions des uns sur les opinions des autres ? Des économistes comme Roger Guesnerie réfléchissent sur ces questions depuis plus de vingt ans <sup>(3)</sup>. Mais le courant principal de la pensée économique est resté la notion simple et simplificatrice que les agents assimilent et digèrent rapidement toutes les informations disponibles, et – hypothèse cruciale – réussissent à coordonner leurs anticipations sur un avenir qui correspond à un équilibre économique soutenable. Cette notion d'anticipations rationnelles, sans grincement et sans difficultés d'apprentissage, est devenue le cheval de bataille de la théorie économique. Il a joué un rôle central et décisif dans l'évolution de l'analyse financière. La notion de l'efficacité des marchés en est née. Si les marchés ont accès à toute l'information disponible, et que tout agent comprend l'équilibre qui en résulte, et sait que ses concurrents le comprennent également, alors cet équilibre s'impose, et les marchés ne peuvent pas se tromper <sup>(4)</sup>. Subsidiairement, les modèles des économètres avisés ne peuvent pas, eux non plus, se tromper systématiquement.

C'est là où le bas blesse. Car si les modèles de la finance moderne, qui permettent de comprendre et d'analyser le risque, ne se trompent jamais de façon systématique, sont fondamentalement justes, alors les acteurs en

(3) Roger Guesnerie, *Assessing Rational Expectations*, MIT Press, 2001 et *Assessing Rational Expectations 2*, MIT Press, 2005.

(4) Cette proposition est associée au nom d'Eugene Fama, un des protagonistes les plus convaincus de la notion de l'efficacité du marché. Le 14 octobre, Fama reçoit le Prix Nobel en économie. Mais il le partage avec Robert Shiller, qui, à la lumière d'analyses fines et longues du marché des actions, conclue que ces marchés sont souvent sujets à des dérives. En 2000, il signe un livre intitulé *Irrational Exuberance*, qui éclaire ces périodes d'emballement. Il était alors un prophète dans le désert. Aujourd'hui, le comité du prix Nobel met de l'eau dans son vin de rationalité.

(2) John Muth, « Rational expectations and the theory of price movements », *Econometrica*, 1961, p. 315-335.

finance et ailleurs peuvent contrôler les risques auxquelles ils s'affrontent avec des montages savants de dérivés. Si les marchés ne s'écartent pas systématiquement de leur équilibre, on peut alors en diversifier tous les risques, et le risque n'est plus à craindre. On vit dans un nouveau monde, un monde dans lequel il est permis de ne jamais craindre le pire. Dans ce monde les agents ont intérêt à s'endetter au maximum. Et c'est ce que les banques, les ménages et les entreprises ont fait. Si les marchés ne s'effondrent jamais, l'effet de levier de l'endettement multiplie la mise. Mais quand tout le monde est endetté à fond, un retournement peut rapidement se transformer en crise. En 2009, un grand financier européen, amené à réfléchir sur les erreurs des collègues moins imprégnés d'histoire que lui, faisait la remarque : « Les banquiers ont oublié d'avoir peur. Un banquier doit toujours avoir peur. »

Alors, à qui attribuer les erreurs qui ont conduit à la crise de 2008 ? Aux banquiers eux-mêmes dont l'endettement à atteint des taux jamais vus. Aux ménages qui ont suivi le mouvement. Aux pouvoirs publics qui, aussi insouciant que les banquiers, ont permis et même encouragé les emballements. Mais peut-être plus que tous aux économistes. Car

c'est avant tout nous qui avons prôné l'inviolabilité de nos analyses. Nous nous sommes laissés trop facilement persuader de la robustesse de nos modèles. Nous avons abandonné le scepticisme et la modestie qui auraient dû nous avertir de notre susceptibilité à l'erreur <sup>(5)</sup>. Nous avons convaincu les financiers, les ministres, les gouverneurs de banque centrale que, grâce à nos analyses et à l'intelligence des politiques qui en étaient inspirées, le monde était entré dans une nouvelle ère de prévisibilité. On a parlé de la « Grande Modération. » Le réveil fut pénible.

À la fin de cette confession, quelles résolutions prendre ? Rejeter la science économique serait cumuler les erreurs. L'analyse économique est encore plus nécessaire que jamais. Une meilleure compréhension de la dynamique des anticipations et de la façon dont elles sont formées est devenue essentielle. Et, avant tout, il faut que nous, économistes, retrouvions la modestie qui s'impose à toute science de l'homme.

GEORGES DE MÉNIL

---

(5) George Soros, qui se considère comme un anti-économiste, affirme que le trait le plus important de sa carrière de financier fut sa capacité à reconnaître ses erreurs et à les corriger.

# Commentaire

Revue trimestrielle  
116 rue du Bac, 75007 Paris  
Tél : 01 45 49 37 82, Fax : 01 45 44 32 18, e-mail : abonnements@commentaire.fr  
www.commentaire.fr

## BULLETIN D'ABONNEMENT

Formulaire à compléter en lettres majuscules

M., M<sup>me</sup>, M<sup>lle</sup> \_\_\_\_\_

Société \_\_\_\_\_

Adresse \_\_\_\_\_

Code postal \_\_\_\_\_ Ville \_\_\_\_\_

Pays (pour l'étranger) \_\_\_\_\_

Tél. \_\_\_\_\_ e-mail : \_\_\_\_\_

Profession \_\_\_\_\_

souscrit un abonnement à la revue *Commentaire* (quatre numéros par an)  
à partir du n° \_\_\_\_\_

*En vous abonnant, bénéficiez d'un tarif privilégié pour l'achat du DVD  
de la collection complète de Commentaire.*

### France

- 1 an 80 €  
 2 ans 153 €  
 3 ans 226 €

### Abonnement de soutien : à partir de

- 1 an 120 €  
 2 ans 220 €  
 3 ans 320 €

### Étudiant (joindre une copie de la carte d'étudiant)

- 1 an 60 €     1 an UE et Suisse 70 €     1 an Autres pays 80 €

### Union européenne et Suisse

- 1 an 90 €  
 2 ans 178 €  
 3 ans 260 €

### Autres pays

- 1 an 103 €  
 2 ans 191 €  
 3 ans 273 €

Veuillez trouver ci-joint  
mon règlement par chèque  
bancaire ou postal  
à l'ordre de *Commentaire*

Je règle par virement postal  
CCP 20 289 08 R Paris  
*Merci de bien indiquer votre nom*

Je règle par virement bancaire

30004-00158-00010117203-91  
IBAN : FR76-3000-4001-5800-0101-1720-391  
BIC : BNPAFRPPGB

*Merci de bien indiquer votre nom*

Date :

Signature :

**Le présent bulletin d'abonnement est à retourner à l'adresse suivante : *Commentaire*, Service des abonnements,  
116 rue du Bac, 75007 Paris.**

*Conformément à la loi N° 78-17 du 6 janvier 1978, vous disposez d'un droit d'accès et de rectification pour toute information vous concernant, figurant sur notre fichier. Il suffit pour cela de nous écrire.*

Cette revue est publiée par *Commentaire*, société anonyme au capital de 114 334,51 €  
(Président de la S.A. : J.-C. Casanova, Directeurs généraux : G. Berger et P. Casanova)  
Siège social : 116, rue du Bac, 75007 Paris  
Registre de commerce : RC PARIS N° B 312 212 970 / Imprimé en France  
N° de Commission paritaire : 1017K82245 / ISSN 0180-8214  
SIRET : 312 212 970 000 23 / Code APE : 5814 Z