

LES ÉCONOMISTES,

LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE ET LA CRISE

Paru dans : « A quoi servent les économistes ? », sous la direction de Christian de Boissieu et Bertrand Jacquillat, collection Les Cahiers du Cercle des Economistes, Presses Universitaires de France, février 2010.

Qui se souvient du « consensus de Washington » ? La doctrine triomphante des années 1990 prônait la libéralisation économique (privatisations, libre-échange et libéralisation des flux de capitaux), la priorité à la stabilité des prix et la discipline budgétaire. Il tenait les défaillances de l'action publique pour au moins aussi fréquentes et aussi dangereuses que celles de l'économie privée, au point bien souvent de disqualifier les velléités d'intervention publique, et de vouloir placer les Etats sous la surveillance des marchés¹.

Dès avant la crise, ce consensus avait été sévèrement mis à mal par la crise asiatique de 1997-1998. Il n'avait cependant évolué qu'à la marge. Dans les années 2000, les institutions internationales consentirent seulement du bout des lèvres à y adjoindre la notion de « libéralisation ordonnée » des flux de capitaux. L'idée était qu'un pays ne s'ouvre aux marchés financiers internationaux qu'après avoir mis de l'ordre dans son système financier et bancaire et l'avoir doté d'une régulation adéquate, afin d'éviter la reproduction des crises « jumelles » (crises financières et de la balance des paiements) qui avaient dévasté les pays émergents. En dépit de travaux critiques, y compris au sein du FMI, le bilan coût-avantage de la libéralisation financière n'était pas été sérieusement remis en cause par la crise asiatique et seul son séquençage faisait l'objet de révisions.

Du côté des politiques macroéconomiques, le goût de la discipline et des règles s'est même trouvé renforcé, après la crise asiatique, par la « grande modération » dont ont bénéficié les économies avancées tout au long des années 2000 : une croissance forte, régulière et non-inflationniste, qu'il était tentant d'attribuer à la prudence de politiques macroéconomiques désormais encadrées par

¹ John Williamson avait tout autre chose en tête lorsqu'il a, le premier, parlé du 'consensus de Washington' (voir John Williamson, *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Washington: Institute for International Economics). Il faut ajouter qu'en matière macro-économique, et notamment d'appétence pour les règles budgétaires et monétaires, il serait plus juste de parler de 'consensus de Bruxelles' (ou de Francfort). Il n'empêche : l'histoire retiendra certainement que la politique économique des années d'avant la crise était inspirée par le consensus de Washington.

des règles telles que, pour les banques centrales, le ciblage de l'inflation ou, pour les politiques budgétaires, le Pacte de stabilité et de croissance. Le débat semblait se résumer au choix d'une cible d'inflation (2, ou plutôt 3% ?) et à la manière de garantir la discipline budgétaire (par des règles, ou plutôt des réformes institutionnelles ?). Les tenants de politiques discrétionnaires faisaient figure de dinosaures, et l'expérience même du Japon, premier pays depuis cinquante ans à avoir affronté la déflation, ne suffisait pas à ébranler le consensus.

Les tenants de cette doctrine de politique économique pouvaient se prévaloir des progrès de la recherche économique. Trente ans plus tôt, la « révolution des anticipations rationnelles » avait jeté le discrédit sur les politiques keynésiennes discrétionnaires ; les nouvelles techniques de séries temporelles avaient confirmé ces doutes ; la « nouvelle macroéconomie keynésienne » et les modèles DSGE qui en étaient dérivés avaient établi la supériorité des règles en politique macroéconomique ; la recherche en finance avait démontré l'efficacité des marchés, l'impossibilité de repérer les bulles spéculatives, et par conséquent celle de lutter contre leur développement ; tout un corpus économétrique mettait en évidence l'importance de la finance, au même rang que l'éducation, pour le développement des pays pauvres.

Les partisans du 'consensus de Washington' s'appuyaient également sur l'observation des faits : prospérité sans précédent des grandes économies émergentes, stabilité des anticipations d'inflation, résistance du système économique et financier mondial à des chocs violents comme la crise asiatique, la faillite des caisses d'épargne américaines au début des années 1990, ou la faillite d'Enron et l'éclatement de la bulle internet au début des années 2000.

Bref, un monde libéralisé sous pilotage automatique cheminait doucement vers la fin de l'histoire économique et vers la convergence chère aux économistes néo-classiques.

Dans cette évolution les économistes avaient eu un rôle essentiel. Non contents de voir « les utopies des écrivailleurs de Faculté » influencer sur les décisions des « hommes d'action qui se croient parfaitement affranchis des influences doctrinales », comme le disait Keynes, ils ont fourni le soubassement de réformes en profondeur : la finance n'aurait pas été dérégulée sans Fama, en tous cas pas à ce point, et ni les banques centrales aussi indépendantes sans Barro et Gordon.

Dans la profession, certains jouaient bien les Cassandre. Les économistes hétérodoxes pointaient inlassablement accroissement des inégalités entre pays, tensions sociales au sein du monde développé, persistance de la famine, et épuisement programmé des ressources naturelles, mais leur parole ne portait pas car ils n'avaient pas vu que le monde avait changé. Plus près du cœur du système, des économistes comme Michel Aglietta et Claudio Borio tentaient d'alerter leurs pairs du risque systémique dans le système financier et de l'absence de dispositif pour y faire face ; Robert Shiller s'inquiétait de la bulle immobilière américaine et rappelait que les marchés financiers finissent toujours par céder à « l'exubérance irrationnelle », un terme qu'il avait inventé ; moins isolés, Nouriel Roubini, les services du Fonds monétaire international et la plupart des économistes en dehors des Etats-Unis anticipaient une crise du dollar liée à l'endettement croissant de l'économie américaine.

Ils avaient avec eux Herbert Stein, conseiller économique en chef du Président Nixon, auteur de la fameuse remarque : « si quelque chose ne peut continuer pour toujours, c'est que cela s'arrêtera un jour ». Mais ils avaient contre eux le fait que de tels déséquilibres n'étaient pas nouveaux et n'avaient pas, jusqu'en 2007, entraîné de catastrophe majeure, et ne manquaient pas de collègues pour expliquer que *This Time Is Different*². Aucun d'entre eux, de toutes façons, n'avait vu que l'étincelle viendrait d'un segment obscur du marché immobilier américain, le prêt *subprime*, et aucun n'avait imaginé qu'elle embraserait en quelques semaines tout le système financier.

La crise financière, qui a éclaté dans les premiers jours d'août 2007 et s'est transformée à l'automne de 2008 en une récession mondiale, a fait voler en éclats le consensus de Washington. En quelques semaines, après la faillite de la banque *Lehman Brothers*, ministres et banquiers centraux ont jeté leur bonnet par-dessus les moulins, osant des plans de relance monétaire et budgétaire d'une ampleur sans précédent et intervenant lourdement pour renflouer les banques et certaines industries comme l'automobile. De ce spectaculaire retour du discrétionnaire et de l'intervention publique, la ministre des Finances française, Christine Lagarde, se félicitait un an plus tard : « c'est le mode de la transgression qui a été payant ».

Cette transgression a vraisemblablement empêché l'économie mondiale de sombrer dans une crise comparable à celle des années 1930 mais elle aura des conséquences profondes, encore mal comprises : revenir en arrière n'est pas possible, et la crise invite à

² Titre d'un ouvrage récent sur les crises financières de Ken Rogoff et Carmen Reinhart.

réviser en profondeur les principes sur lesquels se fondent les politiques économiques des pays développés. Prenons quelques exemples.

La politique monétaire

La crise a mis en doute l'intérêt pour les banques centrales de cibler exclusivement la hausse des prix à la consommation sans se préoccuper des prix des actifs financiers et, plus généralement, de la stabilité financière. Toutefois, le nouveau modèle reste à définir.

En Europe, le Président de la Banque centrale européenne va se voir confier la présidence du Conseil européen du risque systémique, récompense dans l'esprit des chefs d'Etat et de gouvernement d'un « sans faute » dans la réaction à la crise financière. Mais ils ne lui ont pas donné de mode d'emploi. Or depuis Jan Tinbergen, les économistes savent qu'avoir deux objectifs et un seul instrument n'est pas une récompense, mais une punition.

En l'absence d'instrument supplémentaire (qui pourrait être, par exemple, le pouvoir de fixer le montant des matelas en capital contra-cycliques des banques), la BCE et les autres banques centrales se trouveront comme l'âne de Buridan quand elles devront assurer tout à la fois la stabilité des prix à la consommation et la stabilité financière. La hausse rapide des prix d'actifs à la fin de 2009, dans un contexte de baisse des prix à la consommation, illustre le type de dilemme auquel les politiques monétaires pourraient rapidement se trouver confrontée.

La politique budgétaire

Fin 2010, l'endettement public aura bondi de l'ordre de vingt points de PIB dans la zone euro, trente aux Etats-Unis et quarante au Royaume-Uni – et il ne sera toujours pas stabilisé. Ces montants impliquent des ratios d'endettement explosifs par le jeu de l'effet « boule de neige », sauf ajustement drastique des finances publiques, et ce d'autant plus que le PIB subira un décrochage permanent et que la croissance risque d'être durablement plus faible au sortir de la crise. De tels ajustements seront politiquement bien difficiles. L'Allemagne l'a bien compris et reprend à son compte une vieille technique européenne : « lier les mains » du politique en introduisant l'obligation du retour à l'équilibre dans sa Constitution. Au même moment, la France expérimente une nouvelle transgression : le Grand Emprunt, dont l'objectif est de stimuler la croissance de long terme au prix d'un surplus d'endettement. Ainsi, alors que le Pacte de stabilité a largement échoué à juguler les déficits, l'Europe hésite entre introduire de nouvelles règles ou s'affranchir de celles qui restent.

La régulation financière

Beaucoup d'initiatives prises par le G20 sont en train d'être déclinées par le Conseil de stabilité financière et les régulateurs nationaux. Le changement qu'apportent ces nouvelles règles est moins insignifiant qu'on ne le dit souvent, mais les questions les plus importantes restent en suspens. Ce sont aussi les plus difficiles : (i) l'aléa de moralité, amplifié à l'automne 2008 par la décision des ministres des Finances du G7 de ne laisser aucune institution financière systémique faire défaut, (ii) la redéfinition nécessaire des métiers bancaires, selon une séparation entre banque de détail et d'investissement, sur le modèle de la loi « Glass-Steagall » américaine de 1933, ou selon de nouvelles frontières à définir ; (iii) la taille souhaitable que devrait avoir le secteur financier pour allouer efficacement les ressources et stimuler la croissance, tout en évitant une captation massive de rente au détriment de l'économie réelle ; (iv) l'impact sur le coût du capital des nouvelles exigences en capital, nécessaires pour préserver la stabilité financière mais qui, mal calibrées, peuvent entraver la croissance après la crise ; et (v) les avantages supposés ou réels de la grande taille des établissements financiers, au regard du dilemme que posent des banques trop grandes pour être sauvées.

Si ces questions ont pour l'instant été mises de côté, c'est sans doute parce qu'elles heurtent des intérêts puissants, et que la concurrence entre places financière est revenue. Mais c'est aussi parce que la puissance publique ne pourra arbitrer si elle ne peut se prévaloir d'arguments théoriques forts, et que la recherche économique ne fournit pas de prescriptions simples.

La coordination internationale

Négligée dans les années 1990 et 2000, voire décriée parce qu'elle risquait de détourner les gouvernements de leur tâche prioritaire - *put their own house in order* - la coordination internationale a fait retour à la faveur de la crise. A posteriori, la concurrence entre systèmes dont beaucoup louaient les vertus porte une responsabilité certaine dans la course au moins-disant réglementaire qui a permis l'excès d'endettement et la prise de risques incontrôlés. L'absence de coordination, ou plus exactement de surveillance, a par ailleurs permis l'accumulation de déséquilibres mondiaux : polarisation des soldes de paiements courants au sein de la zone euro, déficits extérieurs abyssaux en Europe centrale, endettement des Etats-Unis, accumulation de réserves en dollar par les pays émergents pour des motifs de change ou d'auto-assurance.

En réponse, le G20 a porté sur les fonts baptismaux en septembre 2009 à Pittsburgh le « Cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée ». Sous ce nom obscur se cache un mécanisme de surveillance mutuelle des économies du G20 sur la base de critères communs et d'évaluations préparées par le FMI. En dépit de ce programme ambitieux, la coordination internationale sera vraisemblablement difficile à mettre en place sans des réformes en profondeur de la gouvernance mondiale.

Les décisions prises pendant la crise ouvrent de nombreux chantiers nouveaux. Comment les économistes peuvent-ils y contribuer utilement sans retomber dans les errements du passé ? Pour tenter de répondre à cette question, il est commode d'utiliser la vieille distinction entre *économie positive*, *économie normative* et *économie politique*.

L'économie positive consiste à mettre en évidence les lois du fonctionnement de l'économie. A cet égard, la crise a mis en évidence deux failles importantes de l'analyse économique :

- *une spécialisation excessive*. Les éléments explicatifs de la crise se trouvent dans différentes branches de la science économique - finance, comptabilité, macroéconomie internationale, économie industrielle – et peu d'économistes maîtrisent ces différentes disciplines. Quand bien même ils le font, rien dans les critères de la professions ne les incite à se disperser ;

- *le syndrome du réverbère* : les économistes ont tendance à concentrer leurs recherches dans les domaines où ils peuvent tester leurs théories, c'est-à-dire dans les domaines où les données existent et sont accessibles. Dans les années 2000, ils ont ainsi consacré beaucoup d'efforts aux déséquilibres de balances des paiements – voici trois ou quatre ans on ne comptait pas les colloques sur le sujet – et ont d'ailleurs fait des progrès dans leur analyse, mais ils ont trop souvent négligé les dérivés de crédit.

Les économistes ont été critiqués pour ne pas avoir su prévoir la crise. Cette critique est un peu déplacée : ils ne seront vraisemblablement jamais en mesure de prévoir une crise dont la date dépend de dynamique collectives complexes, de revirements des anticipations et/ou du passage dans le ciel d'un éventuel « cygne noir », cet oiseau mythique qui défie les probabilités. En revanche, on attend des économistes qu'ils soient capables de porter un diagnostic sur la solidité de la croissance, sur les facteurs de vulnérabilité et sur les risques à venir. Il faut reconnaître qu'ils ont failli également à

accomplir cette tâche moins ambitieuse. Pourtant, un certain nombre d'éléments du diagnostic (bulles immobilières aux Etats-Unis et dans certains pays européens, endettement, taux d'intérêt très bas) étaient connus et ne relevaient pas d'une recherche pointue.

L'échec de la profession résulte en partie de son incapacité à « relier les points » sur la feuille pour qu'en émerge une figure reconnaissable. Mais cette explication ne suffit pas. Il faut aussi admettre que les économistes ont porté moins d'attention aux risques induits par les comportements d'endettement et d'investissement privés qu'à ceux induits par les comportements d'endettement et d'accumulation de réserves publics.

L'économie normative consiste, sur la base de l'analyse positive, à proposer aux gouvernants des mesures destinées à améliorer le bien-être des citoyens. Les économistes utilisent à cette fin leurs connaissances théoriques et économétriques, et ils s'appuient sur des modèles de simulation macroéconomiques, microéconomiques, d'équilibre partiel, d'équilibre général, d'économie fermée, d'économie ouverte, etc. Mais les chercheurs ont une vision idéalisée des marchés : la concurrence imparfaite est encore trop peu prise en compte, les bulles spéculatives et les comportements irrationnels sont d'emblée exclus, la multiplicité des équilibres est rarement placée au centre de l'analyse, et la mode s'est répandu de modèles simplifiés, sortes de paraboles qui illustrent tel ou tel mécanisme sans chercher à rendre compte de la complexité du réel.

Par ailleurs, les chercheurs s'embarrassent peu des contraintes politiques et les optimums de second rang ne les intéressent pas. Cette situation est particulièrement marquée en Europe où il existe trop souvent un abîme entre le monde de la recherche et celui de la décision. Faut-il en venir à rendre obligatoire un stage dans une administration économique ou une entreprise pour l'obtention du doctorat ?

L'économie politique prend quant à elle en compte les contraintes sociales et politiques et recherche quel système économique, quelles institutions, quelles règles sont le mieux à même de maximiser le bien-être. Cette branche de la science économique a fait d'immenses progrès depuis deux décennies, sous l'impulsion de chercheurs comme Jean-Jacques Laffont et Jean Tirole en France, d'Oliver Williamson et d'autres aux Etats-Unis, qui ont analysé les institutions économiques dans leur diversité en s'affranchissant des préjugés des fondateurs de la discipline, comme James Buchanan, qui cherchaient avant tout à enchaîner le Léviathan. Mais on a peut-être

négligé le fait que les économistes eux-mêmes sont soumis à des incitations variées qui peuvent les détourner d'un diagnostic objectif de la réalité :

- dans un monde concurrentiel, la carrière des chercheurs universitaires dépend de leur capacité à publier dans des revues scientifiques de haut niveau (« *blue ribbon* »), pas à contribuer au débat public. La procédure de sélection des articles, soumise à une relecture par les pairs, incite à proposer des articles dans un domaine de la recherche qui a le vent en poupe, qui ne répondent pas nécessairement aux questions utiles à la politique économique et qui comportent des figures imposées par la profession ou consenties par l'auteur pour simplifier résolution théorique et application empirique : rationalité des agents, distribution normale des risques, linéarité des comportements sont autant d'éléments contribuant à l'élégance des modèles et qui ont conduit Paul Krugman à juger sévèrement que les économistes avaient « pris la beauté pour la vérité »;

- la carrière des économistes des institutions financières repose sur les profits réalisés par les gestionnaires d'actifs et autres opérateurs de marché qui utilisent leur diagnostic et dont l'horizon est souvent très court. Difficile pour eux de jouer trop longtemps les Cassandra contre l'avis du marché. Difficile aussi de remettre en cause un système qui les fait (bien) vivre.

Ce dernier élément est particulièrement dérangeant pour une communauté professionnelle fière de son intégrité. Comme l'a écrit Barry Eichengreen, « le problème n'est pas tant la nature simpliste des théories utilisées que leur lecture sélective — une sélection façonnée par le milieu social. Le milieu a incité les décideurs financiers à choisir les théories confortant leurs prises de risques. Il a découragé les sonneurs d'alarme : non seulement les contrôleurs des risques des grandes institutions financières, mais aussi les économistes dont le cursus académique fondait la légitimité des décisions ».

La crise de la profession pourrait s'avérer plus profonde qu'il n'y paraît, au moment même où celle-ci devrait se mobiliser pour reconstruire les principes de la politique économique. Les économistes n'ont pas de temps à perdre s'ils veulent participer à cette reconstruction.

Agnès Bénassy-Quéré, Benoît Cœuré, Pierre Jacquet et Jean Pisani-Ferry.