

«La crise invite à une refonte de la modélisation économique et financière»

- 01/08/2011

Entretien avec Eleni Iliopoulos, maître de conférence à l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne.

Vous estimez dans votre article, intitulé « L'intermédiation financière dans l'analyse macroéconomique : le défi de la crise », que la crise a changé la donne pour la recherche économique. Pourquoi ? En effet nos travaux montrent que la crise a bouleversé le cadre théorique de la modélisation économique. Ce bouleversement est vrai dans tous les domaines de la macroéconomie, particulièrement l'intermédiation financière et le rôle des banques dans l'économie. L'une des principales familles de modèles utilisés aujourd'hui par les économistes a été baptisée MEGIS pour Modèles d'Equilibre Général Intertemporels et Stochastiques. Ils permettent d'intégrer non seulement le comportement de tous les agents, mais également l'impact de l'ensemble de ces comportements sur le prix de chaque marché représenté dans la maquette. Un point important, les MEGIS postulent que tous les marchés tendent vers l'équilibre. L'approche fondée sur l'équilibre général s'impose en particulier dans l'analyse de la crise récente au cours de laquelle les choix de certains agents économiques ont affecté les prix de marché qui, dans en retour, ont modifié les comportements des autres agents. Par exemple, une panique financière peut inciter les agents à vendre leurs actifs, dont le prix baisse, et entraîne dans leur sillage d'autres agents à les imiter, accentuant ainsi le mouvement baissier. Toutefois la crise a mis en lumière les limites des MEGIS traditionnels qui ne tiennent pas assez compte du comportement des banques ni, plus généralement, de certaines fluctuations économiques et encore moins de les prévoir. **Les économistes sont donc aujourd'hui démunis d'instrument de modélisation pertinent ?** On ne peut plus utiliser un modèle qui repose sur l'hypothèse d'une économie peuplée d'acteurs identiques et rationnels, soit disant représentatifs de la réalité. Il faut rebâtir une modélisation qui prenne enfin en compte des phénomènes comme l'hétérogénéité des agents ou l'asymétrie de l'information, c'est-à-dire par exemple le fait que, dans l'économie, certains agents détiennent plus d'information que d'autres et profitent de cet avantage. Privés de cet accès à l'information, les autres agents risquent de se tenir à l'écart du marché ou d'exiger des compensations pour y intervenir. Avec des conséquences sur la liquidité de ces marchés. Tout le monde a mesuré l'importance de l'asymétrie de l'information lorsque les crédits « subprime » ont été titrisés et vendus sous forme d'obligations à des banques sans qu'elles en mesurent le risque. Idem pour ce que les économistes appellent les externalités. Ces mécanismes ont joué de manière spectaculaire lors la crise des subprimes, encore une fois, lorsque la faillite de quelques établissements de crédit aux fins fonds de Californie a provoqué l'une des plus graves crises mondiales de l'époque moderne. Les MEGIS traditionnels ne prennent pas suffisamment ces imperfections des marchés. **Ces limites remettent en cause la théorie de l'efficacité des marchés : qu'en pensez vous ?**

L'un des piliers de la théorie néo-classique, les anticipations rationnelles, est fragilisé. Les anticipations rationnelles postulent que les agents résolvent le problème de l'optimisation, les entreprises celui de leur profit et les ménages celui de leur bien-être, et que tout le monde a une vision claire de l'évolution future de la situation économique et des tendances des marchés. Le prix est, en théorie, un indicateur que partagent tous les agents. Or si le prix est le reflet des fondamentaux du marché, comment expliquer les cycles de « boom and bust », les « sudden stops » qui constituent des dynamiques non linéaires? Faut-il considérer que les agents se trompent ? Il faut donc poser la question de la pertinence de la théorie des anticipations rationnelles et celle de la vérité des prix et reconnaître que les MEGIS ne prennent pas en compte ces dynamiques non linéaires, ou pas assez. Toutefois je ne prône pas de rupture avec la modélisation néo-classique mais une amélioration qui reste inscrite dans le cadre de l'équilibre général. En

économie comme en chimie rien ne se crée, rien ne se perd, tout se transforme. Malgré leurs imperfections, ces modèles permettent de mesurer l'impact futur des politiques économiques mises en œuvre aujourd'hui. Les agents économiques tiennent compte de ces prévisions dans leurs décisions. Ces modèles permettent aussi d'évaluer l'effet de «séquence d'événements». Quel serait l'impact d'une hausse de la TVA si la banque centrale est appelée à modifier sa politique monétaire ? L'impact serait-il identique si la séquence des politiques économiques était inversée ? Des MEGIS qui appréhenderait mieux le secteur financier pourraient apporter des réponses aux questions que se posent les économistes.

Justement comment mieux prendre en compte la sphère bancaire et financière ? Depuis la crise, les MEGIS ont été modifiés pour prendre en considération les mesures non conventionnelles prises par les Banques centrales : LTRO, Quantitative easing, credit easing, discount lending ... Ces mesures permettent de prêter directement aux agents privés ou aux banques. Mais malgré ces modifications les modèles ne prennent toujours pas en compte les mécanismes qui ont été à l'œuvre lors du choc financier de 2007-2008 et on ne dispose pas encore d'évaluations suffisamment robustes de ces politiques non conventionnelles ni de suffisamment d'études empiriques. Or les mesures non conventionnelles peuvent avoir de lourdes conséquences sur l'économie. Les agents savent qu'en cas de difficulté sur les marchés, la Banque centrale va intervenir. Ils sont de ce fait incités à prendre des risques excessifs. C'est ce que les économistes appellent le « canal de prise de risque ». Les acteurs relevant de la finance parallèle, le shadow banking, cherchent à compenser la faiblesse des taux d'intérêt pour offrir des rendements attrayant sur leurs actifs. D'une manière générale, le shadow banking échappe à peu près totalement à toute modélisation or c'est là que se situe un maillon essentiel à l'origine de la crise des subprimes.

... et les banques régulées? Les banques régulées subissent elles aussi l'impact des politiques des Banques centrales par le biais des conditions de financement. Si ces conditions sont coûteuses, les banques le répercutent sur les conditions de prêts. De même si le prix des actifs chute, les fonds propres des banques deviennent insuffisants ce qui les amène à durcir les conditions d'octroi des crédits. L'impact des politiques de la Banque centrale passe, dans ce cas, par le canal du capital bancaire. Le « capital crunch » précède le « credit crunch ». Pour modéliser ces impacts, on ne dispose que d'analyses distinctes tantôt sur la prise de risque, tantôt sur le capital bancaire, mais il n'existe pas de travaux qui offrent le cadre méthodologique permettant de comparer ces analyses et leurs résultats. Les MEGIS développés avant la crise ne prennent pas suffisamment en compte l'importance de la structure de financement d'une entreprise comme critère d'appréciation de sa pérennité. Or la structure de financement d'une entreprise conditionne sa solidité et le niveau de la prime de risque dont elle s'acquitte auprès des créanciers. Le théorème de Modigliani Miller, autre pilier de la modélisation néo-classique, n'est donc pas vérifié. **Comment pallier ces faiblesses ?** La crise invite à une refonte de la modélisation macroéconomique sans oublier toutefois que les MEGIS ont une certaine pertinence, ce qui en a fait un outil privilégié pour les banques centrales. Les récentes modélisations effectuées grâce aux MEGIS améliorés explorent des pistes prometteuses et semblent en mesure de relever le défi, comme nous le montrons dans notre article. Une modélisation pertinente de l'impact des mesures prises par les Banques centrales serait cruciale. Sur le fond, les économistes se demandent si à côté de la Banque centrale, il ne faudrait pas créer un autre organisme indépendant qui surveillerait d'autres indicateurs clés de l'évolution des marchés. La Banque centrale resterait chargée d'assurer la stabilité monétaire et, le cas échéant, de surveiller l'output gap c'est-à-dire l'écart entre la croissance observée et la croissance réelle; et cet autre organisme serait chargé de surveiller la stabilité financière du système et donc des variables comme l'évolution des écarts de taux d'intérêt, des ratio d'endettement, du prix des actifs. Propos recueillis par LC

Ce WikiFinance a été imprimé depuis le site www.agefi.fr

La reproduction de cet article n'est autorisée que dans la limite d'une copie et pour un usage strictement personnel.

Toute autre utilisation nécessite une autorisation préalable

de L'Agefi.

© L'Agefi - 2012