

JEAN-PIERRE DANTHINE

Il faudra un développement majeur de la science économique

Politique monétaire A la veille d'intégrer le directoire de la BNS, ce chercheur relève que la théorie doit encore inventer les futurs modèles des banquiers centraux.

Le directeur du Swiss Finance Institute, professeur de macroéconomie et de finance, mettra son savoir au service de la politique monétaire de la Banque nationale suisse (BNS). Cette interview a été réalisée le 27 mars, avant l'annonce de sa nomination.

De nombreux experts n'ont pas vu venir cette crise. Les modèles sophistiqués inspiraient-ils une trop grande confiance?

Il y a vraisemblablement une multiplicité de causes et de responsabilités. Cette crise résulte plus de problèmes dans la manière qu'avaient les différentes institutions de travailler ensemble plutôt que de l'action de telle ou telle entité. Ça commence avec la conception de la politique monétaire.

Peu de gens critiquaient Alan Greenspan et la politique expansive de la FED...

Qui aurait dû tirer cette sonnette d'alarme? Les chercheurs en macroéconomie et en politique monétaire? Ils n'avaient pas de raison de le faire, car les banquiers centraux fondaient leurs décisions sur un cadre intellectuel intégrant un consensus entre théoriciens de la politique monétaire. Les inflations majeures des années 70 – avec des taux de 17 ou 18% – avaient conduit à une révision globale de l'influence de la monnaie sur la macroéconomie, du rôle des institutions monétaires et de la façon de les diriger. Depuis Paul Volcker, on a bénéficié d'un énorme développement de la recherche en politique monétaire, avec des résultats concrets extraordinairement satisfaisants jusqu'à tout récemment. On a constaté, depuis, que ce consensus comportait une faille.

Laquelle?

La théorie s'est focalisée sur le ciblage de l'inflation. On estimait que si l'on pouvait prévoir le niveau d'inflation de manière crédible, un contrôle des taux d'intérêt

pouvait être suffisant pour gérer la politique monétaire par tous les temps. Cette nouvelle vision, et la crédibilité qu'en ont retiré les autorités monétaires, a conduit à croire que les banques centrales seraient en mesure d'utiliser leur crédibilité pour stimuler l'activité économique et limiter la durée des récessions. De fait, lorsqu'il a été confronté à l'éclatement de la bulle technologique, puis aux attentats du 11-Septembre, Alan Greenspan est resté crédible et a réussi à très bien gérer l'inflation. Mais les liquidités créées se sont concentrées en énormes flux à la recherche d'instruments d'investissement rentables.

On connaissait les énormes quantités de dérivés de crédits. Personne n'a imaginé que cette bulle pouvait se dégonfler?

Certains étaient pessimistes. Mais les acteurs de la politique monétaire n'avaient pas – et ne disposent toujours pas – de modèles permettant de fonder une politique monétaire différente.

Un nouveau champ de recherche?

Absolument. Certains économistes avaient repéré la bulle immobilière et avaient donné l'alerte sur le risque de son éclatement. Ce qui a été mal apprécié, ce sont les conséquences du fait que l'immobilier américain soit financé par l'épargne du monde entier à travers les dérivés de crédits, suite à la deuxième étape de la titrisation. La recherche avait fait d'énormes progrès en ingénierie

financière et en gestion des risques dans les banques, mais avait peu étudié les risques de contagion.

Les modèles signalaient des risques extrêmes, mais ils ont été négligés...

Le fait qu'il n'y a pas de distribution gaussienne des risques est signalé

par la théorie depuis longtemps et les constructeurs de ces modèles le savaient. Il faudra peut-être s'assurer que les quantitatifs soient mieux formés en économie; mais aussi que les managers comprennent bien les modèles quantitatifs. Les dirigeants des banques ont souvent obtenu des MBA dans les meilleures *business schools*, mais les programmes d'enseignement n'ont pas suivi l'évolution des techniques de la finance, en raison du niveau requis en mathématiques. Un MBA Executive Global, destiné aux dirigeants de banques, sera lancé en août par le Swiss Finance Institute, en collaboration avec la New York University.

La théorie financière est discréditée...

Il y a une grande crise de confiance, mais les modèles sont irremplaçables. Les instruments financiers étaient tellement nouveaux que les chercheurs ont atteint la frontière de leurs compétences: on a mal estimé les risques de contagion. La recherche va se pencher sur ces questions, de même que sur les éléments fondant la notation. Pour être efficace un modèle doit avoir un fondement théorique valable et disposer de suffisamment de données. Or, dans certains domaines, les économistes avaient très peu de recul pour l'observation statistique. L'économie d'aujourd'hui, avec ses nombreuses interconnexions, est très différente de celle

qui existait il y a seulement quinze ans.

D'où une réglementation lacunaire?

On a conçu une réglementation microéconomique, institution par institution, en négligeant une réglementation macroéconomique tenant compte des effets de sys-

LES BANQUIERS CENTRAUX N'AVAIENT AUCUN MODÈLE INTÉGRANT LES HAUSSES DE PRIX DES ACTIFS.

tème. C'est un domaine qui devra être modélisé. Il faudra également se pencher sur le

PROFIL

JEAN-PIERRE DANTHINE

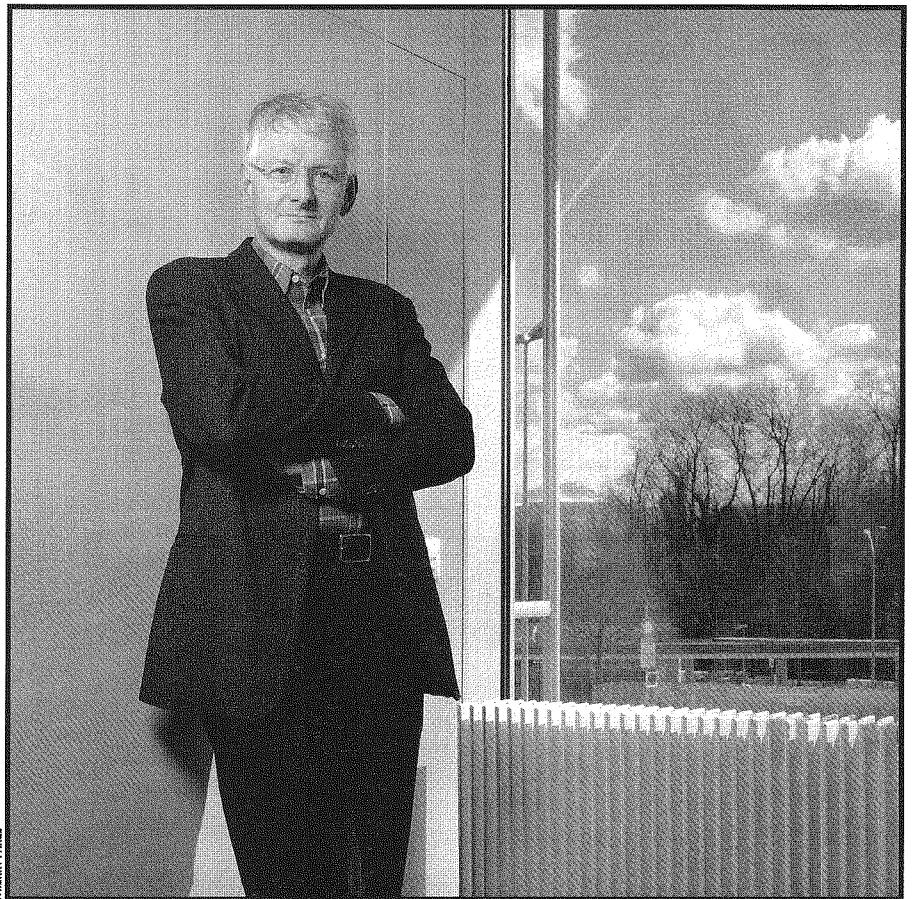
Intégrera le directoire de la BNS le 1^{er} janvier. Directeur du Swiss Finance Institute. Professeur de

macroéconomie et de finance à HEC Lausanne. Titulaire d'un doctorat d'économie de la Carnegie Mellon University et d'un master

en économie de l'Université de Louvain. A enseigné à la Columbia University. Nombreux articles scientifiques.

risque de liquidité, les caractéristiques de certains produits titrisés et les risques de contagion. Les modèles macroéconomiques et monétaires existants n'intègrent pas réellement le secteur financier. Alan Greenspan – et les autres banquiers centraux – ne disposaient d'aucun modèle permettant de surveiller les hausses de prix des actifs; seule l'inflation classique était prise en compte. Pour pouvoir intégrer ces nouvelles données à la politique monétaire, il faudra un développement majeur de la science économique dans le monde entier. o

PROPOS RECUEILLIS PAR GENEVIÈVE BRUNET



THIERRY PAREL