

L'ABSENCE DE PRÉVISIONS MACROFINANCIÈRES : UNE SITUATION CALAMITEUSE HEUREUSEMENT EN COURS D'ÉVOLUTION

ANDRÉ BABEAU *

La monnaie n'était qu'un voile et la finance, sans doute, qu'une mince étoffe. Seule la sphère réelle devait donc retenir l'attention des économistes en général et des prévisionnistes en particulier.

L'évolution des idées et des pratiques relève certes, on le sait, de la longue période chère à Fernand Braudel, mais la dichotomie entre l'économie réelle et l'économie financière jouit d'une longévité exceptionnelle. Plongeant ses racines dans les dernières années du XVIII^{ème} siècle, elle s'épanouit au XIX^{ème} siècle et traverse allégrement le XX^{ème} siècle - malgré Keynes et Tobin et en dépit de quelques tentatives empiriques visant à la réduire - pour continuer de se manifester au début du XXI^{ème} siècle.

S'agissant, par exemple, des prévisions macroéconomiques, à horizons divers, officiellement publiées par les autorités nationales ou internationales, il n'en est actuellement aucune, à notre connaissance, qui sorte de la sphère réelle (production, revenu, consommation, investissements...). Jusqu'à tout récemment, les comptes de flux financiers (placements, crédits, émissions de titres) et les comptes de patrimoine (financier et non financier) ne faisaient nulle part l'objet de projections, fût-ce à très court terme.

Il est probable que cette dichotomie porte quelque responsabilité dans la « grande récession » dont nous sortons à peine : après tout,

* Professeur émérite, université Paris-Dauphine.

les déséquilibres apparus au cours des premières années de ce siècle ont été bien souvent financiers avant d'être « réels ». La référence dans ce domaine, non seulement à des indicateurs avancés, mais aussi à de véritables prévisions à horizon raisonnable concernant certaines grandeurs financières importantes - de flux et de stocks -, aurait sans doute permis de plus promptes réactions. On y aurait gagné non seulement en visibilité de l'évolution de ces grandeurs financières elles-mêmes, mais encore en fiabilité de la prévision des grandeurs réelles.

Les choses sont heureusement en train de changer. « Trop lentement », disent certains, mais personne ne prétendra que les progrès sont ici faciles. Pour bien comprendre les conséquences calamiteuses, en matière de prévisions, du maintien de cette séparation entre le réel et le financier, mais aussi les difficultés que comporte son dépassement, il faut disposer d'abord d'une description de l'état des lieux et des connaissances dans ce domaine, ensuite d'une analyse des raisons qui contribuent encore à expliquer le maintien de la dichotomie, enfin d'informations aussi détaillées que possible sur les initiatives en cours tendant à son dépassement dans un cadre national ou international.

S'agissant de la situation actuelle en matière de prévisions macroéconomiques, le maintien de la séparation entre variables réelles et variables financières est d'autant plus étonnant qu'au cours des dernières décennies, la théorie économique a beaucoup progressé en ce qui concerne les relations entre les deux types de variables, comme d'ailleurs entre flux et stocks.

LES PROGRÈS IMPORTANTS DE L'ANALYSE DES RELATIONS ENTRE VARIABLES FINANCIÈRES ET RÉELLES, ENTRE VARIABLES DE FLUX ET DE STOCKS

Il existe un contraste marqué entre ce qu'ont été, au cours des récentes décennies, les progrès effectués par l'analyse économique dans la connaissance des relations entre sphère réelle et sphère financière et les pratiques observées en matière de prévisions macroéconomiques qui ont continué de ne concerner que les équilibres de croissance de l'économie réelle.

En ce qui a trait aux progrès de la théorie économique dans l'analyse des relations entre grandeurs réelles et grandeurs financières ou entre flux et stocks, beaucoup de nouveautés sont apparues à l'occasion de l'étude des canaux de transmission de la politique monétaire en direction des différents secteurs de l'économie nationale¹. Nous ne prétendons nullement être ici exhaustifs, mais nous choisirons tout de même deux illustrations qui se rattachent plus ou moins directement

à ce domaine : l'une sera tirée des progrès effectués dans l'étude des crises, l'autre de l'approfondissement des connaissances en ce qui est inhérent plus précisément aux comportements d'épargne des ménages.

En matière de crises économiques, à côté, par exemple, des crises de sous-consommation ou de surinvestissement, la possibilité d'une origine financière a été longuement développée dès la première moitié du siècle dernier : par Von Mises (1912) et par Hayek (1929). L'Austrian Business Cycle Theory a ainsi été à l'origine de tous les travaux ultérieurs cherchant à mettre en évidence la « procyclicité » du crédit. Plus près de nous, en 1964, puis en 1976, Minsky a fourni une analyse rigoureuse du déclenchement des crises financières². Selon lui, l'appréciation des risques joue un rôle central dans les décisions d'investissement et de recours à l'emprunt. Une sous-estimation des risques du côté de l'investisseur comme de celui du prêteur est souvent à l'origine d'investissements surdimensionnés réalisés avec un auto-financement trop faible. On voit, soit dit en passant, quel parti on a pu tirer de cette conclusion dans l'analyse de l'origine de la crise dont nous sortons à peine. Pour Minsky, variables réelles et variables financières, quel que soit le sens de la causalité entre elles, sont ainsi intimement liées parce qu'elles obéissent souvent aux mêmes déterminants. De façon plus générale, la Banque de France (2001) soulignait dès le début de ce siècle le rôle croissant des facteurs financiers dans la dynamique des cycles « réels ».

L'étude du comportement d'épargne des ménages peut fournir une seconde illustration du rôle central des variables financières dans les décisions « réelles ». Au début des années 1960, quand Modigliani et Ando, d'une part, et Friedman, d'autre part, présentent leur théorie du revenu permanent (ou, pour les premiers, du revenu sur le cycle de vie), les facteurs financiers ne jouent qu'un rôle marginal. Les décisions de consommation « contraintes par la liquidité » semblent en effet être exceptionnelles. En fait, les travaux ultérieurs réalisés dans ce domaine montrent que le niveau de consommation des ménages au cours de leur cycle de vie est beaucoup plus dépendant du revenu courant que du revenu permanent. De même, les recherches faites pour établir une relation entre le taux d'épargne des ménages et les taux d'intérêt divers (« effet de revenu » ou « effet de substitution » ?) n'ont nulle part été vraiment concluantes. Peut-être parce que, s'agissant de l'influence des taux d'intérêt, il est plus pertinent d'examiner d'abord les comportements de recours au crédit, avant de se poser la question d'un éventuel effet direct sur le montant global de l'épargne des ménages.

De façon générale, en effet, des travaux effectués à partir de la fin des années 1980 montrent l'importance de l'accès au crédit dans

les décisions d'achat des ménages³. Prenons trois exemples bien différents. La forte diffusion du crédit à la consommation en France dans la première moitié des années 1980 contribue très probablement à « expliquer » la forte baisse du taux d'épargne brut des ménages, passé de près de 20 % en 1980 à moins de 11 % en 1987. En ce qui concerne les États-Unis, la faiblesse chronique du taux d'épargne des ménages est largement due à l'importance de leur recours aux différentes formes de crédits. En sens inverse, dans l'augmentation du taux d'épargne des ménages chinois depuis le début de ce siècle, le recul de l'accès au crédit à la consommation est sans doute pour une part.

Il faudrait également, dans les études concernant l'influence que peut avoir le crédit sur le comportement d'épargne des ménages, ne pas exclure la souscription de crédits à l'acquisition de logements, souscription dont l'influence est d'ailleurs complexe : la diminution (voire la suppression) de l'apport personnel exerce une influence négative sur l'épargne préalable ; pendant la période de remboursement du prêt, l'influence serait au contraire positive ; enfin, en ce qui concerne les crédits à l'acquisition de logements anciens, ils contribuent à rendre plus liquide, pendant une période plus ou moins longue, le patrimoine des vendeurs, ce qui pourrait exercer une influence positive sur leur niveau de consommation (par exemple en ce qui a trait à leurs achats de biens durables).

42

Indépendamment du recours au crédit, il est un autre facteur dont le rôle dans la décision de consommation des ménages ne peut plus être négligé : il s'agit du fameux effet de richesse mis en évidence dans le sillage tracé par les travaux d'Arthur Pigou dès 1920, avec son « effet d'encaisses réelles » et, peut-être davantage encore, par ceux de Patinkin (1966) au cours de la décennie 1950⁴. Le gonflement de la valeur des patrimoines (financiers ou non financiers), souvent entraîné par des évolutions de prix à connotation spéculative (valeurs mobilières, logement), est capable de provoquer un ajustement à la baisse du taux d'épargne des ménages⁵. Et *vice versa* : même instable et variable d'un pays à l'autre, cet « effet de richesse » semble symétrique et se transmue donc, à la baisse, en « effet de pauvreté ».

Mais les comportements d'épargne des ménages ne sont évidemment pas le seul domaine dans lequel la prévision des grandeurs financières faciliterait des réactions plus rapides et plus rationnelles de la part des agents économiques divers : le financement des projets d'investissement par les entreprises et celui des déficits publics constituent deux autres champs dans lesquels des prévisions à horizon raisonnable fourniraient aux acteurs l'occasion de prendre des décisions en temps opportun. Partout en effet, dans ces différents domaines, la prévision

des grandeurs financières de flux et de stocks reste l'exception, tant perdue l'habitude de ne s'intéresser qu'à l'économie réelle.

*LES PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES OFFICIELLES
CONTINUENT DE NE CONCERNER
QUE LA SPHÈRE RÉELLE DE L'ÉCONOMIE*

En face de ces progrès de la connaissance, la prévision macroéconomique n'a pas évolué comme elle aurait pu. Jadis, la planification indicative à la française a pourtant fourni l'occasion d'avancées intéressantes : dès la fin des années 1960, lors de la préparation du VI^{ème} plan, le modèle FIFI (« physico-financier ») avait tenté une première ouverture sur le financement des investissements des entreprises (Aglietta et Courbis, 1969). Plus de dix ans après, des modèles comme COPAIN (1980), METRIC (1981) et DEFI (1982) comportaient des blocs financiers beaucoup plus ambitieux. Le début des années 1980 a d'ailleurs marqué, dans notre pays, un certain apogée de la modélisation financière. Mais ces modèles n'ont pas eu les retombées opérationnelles que l'on était en droit d'escompter. D'une part, les influences les plus importantes de la sphère financière sur la sphère réelle étaient alors difficiles à identifier. D'autre part, la dérégulation et l'innovation financières sont venues rapidement rendre obsolètes les spécifications retenues.

Ce n'est que dans la première moitié des années 1990, avec le modèle MEFISTO de la Banque de France, que l'on a vu réapparaître une tentative importante de prise en compte du rôle des principaux flux financiers dans l'ensemble de l'économie, parmi lesquels non seulement l'agrégat M1 et les actifs à taux réglementés, mais encore le marché interbancaire, les émissions d'actions et d'obligations et les réserves techniques des sociétés d'assurance-vie et dommages. Ces flux et encours étaient croisés avec huit catégories d'agents (Banque de France, 1993). Il s'agissait donc d'une modélisation financière de grande envergure. Mais, là encore, les retombées opérationnelles ne paraissent pas avoir été au niveau des attentes. En particulier, le rattachement de MEFISTO au modèle de prévisions de la sphère réelle de la Banque de France semble avoir été difficile.

C'est à ce courant de réflexions qu'il convient d'associer le développement récent des modèles « stock flux cohérents » (SFC). Ce type de modèle est, par exemple, utilisé pour apprécier les conséquences internationales d'une trop grande fixité du yuan (Mazier et alii, 2010). La couverture des « stocks » (actifs patrimoniaux) dans les modèles SFC semble encore rester très partielle.

Pour achever ce bref historique de la modélisation financière dans

notre pays, il convient encore de mentionner les modèles de crédit aux entreprises élaborés par la DGTPE du ministère de l'Économie et des Finances pour rendre compte des variations mensuelles d'encours sur la période 1999-2004 (Aubier et Cherbonnier, 2007). Cette tentative est intéressante à au moins deux égards : d'une part, en raison de la distinction introduite entre modèles d'offre et modèles de demande ; d'autre part, du fait que cette étude sépare les grandes et les très grandes entreprises des PME et des TPE. Mais les modèles construits n'ont pas, là encore, été utilisés dans une optique prévisionnelle.

En définitive, pas plus ailleurs qu'en France, on ne dispose actuellement, à notre connaissance, de prévisions publiques sur des grandeurs financières qui sont pourtant bel et bien en interrelations avec de nombreuses variables réelles. S'agissant des investissements des entreprises, nulle prévision n'est en réalité possible si l'on ignore les conditions précises de leur financement. Pour en revenir au comportement d'épargne des ménages évoqué ci-dessus, sans prévisions sur les crédits à la consommation et à l'habitat, sans prévisions des prix d'actifs tels que les logements ou les actions, il n'est pas étonnant qu'à notre connaissance, nulle part et à aucun moment, les points d'inflexion marqués, à la hausse ou à la baisse, du taux d'épargne macroéconomique des ménages n'aient à ce jour été correctement anticipés. Encore heureux si, *a posteriori*, on parvient à expliquer les évolutions observées. On peut certes arguer du nombre élevé de déterminants de cette variable : facteurs économiques, psychologiques, sociologiques, historiques, culturels, religieux... Mais on ne peut s'empêcher de penser que, parmi ceux-ci, les variables financières jouent un rôle important dont on n'a pas pu jusqu'ici tenir compte parce que leurs évolutions ne font jamais l'objet de prévisions.

Les manuels rendent bien compte de cet « oubli » des variables financières dans les prévisions. Ainsi, en France, l'ouvrage de Carnot et Tissot (2002), relativement récent et au demeurant d'excellente qualité, comporte près de 500 pages sur lesquelles seulement une cinquantaine sont consacrées à la sphère financière. Ces pages évoquent d'ailleurs des thèmes tout à fait intéressants comme la prévision des taux d'intérêt de court et de long terme, les modèles d'évolution des prix d'actifs ou des prix des matières premières, mais les conséquences patrimoniales de ces évolutions ne sont guère précisées et encore moins les influences que peuvent avoir ces variations de patrimoines sur le comportement des agents dans le domaine de l'économie réelle. Il faut, d'autre part, attendre, en toute fin de chapitre, une étude des « risques pays » pour apprendre que des montants trop importants de crédits au secteur privé, l'augmentation des prêts bancaires « non performants » ou des bilans patrimoniaux déséqui-

librés peuvent être à l'origine d'une regrettable vulnérabilité financière des pays considérés.

Pour avoir finalement une idée précise de l'état des choses en matière de prévisions, il n'est que de consulter, par exemple, les informations communiquées par l'Insee à l'occasion de ses prévisions économiques annuelles publiées en décembre 2009 et qui portent donc sur l'année 2010 (Insee, 2009). En ce qui concerne les marchés financiers, cette *Note de conjoncture* contient des développements intéressants sur « la normalisation des conditions financières » et une prévision pour l'année 2010 des taux d'intérêt directeurs de la Banque centrale européenne (BCE) et de la Federal Reserve Bank, mais aucune prévision sur l'évolution des différents indices boursiers. On trouve plus loin des prévisions pour l'année 2010 du taux d'inflation, du taux de change euro/dollar et du prix du baril de Brent en dollars, mais rien sur l'évolution des prix des logements en France, qu'il s'agisse des logements neufs ou anciens. Enfin, quand on arrive à la présentation détaillée du compte de la France associé aux prévisions, on constate sans surprise que cet ensemble de comptes ne couvre que les comptes de production, de revenu et de capital des différents secteurs de l'économie. Depuis l'origine de nos prévisions officielles, les comptes financiers de ces secteurs, qui décrivent leurs flux de ressources financières et leurs emplois, n'existent qu'*a posteriori*. Il en est de même des comptes de patrimoine, qu'il s'agisse du patrimoine financier des différents secteurs ou de leur patrimoine non financier.

La pratique en ce domaine des instituts français de conjoncture hors secteur public n'est, à notre connaissance, pas différente de celle de l'Insee. Enfin, la France n'est bien sûr pas un cas isolé : dans tous les pays développés, les prévisions macroéconomiques publiées, à de rares exceptions près, continuent d'établir une « muraille de Chine » entre le monde des variables réelles, décrit dans un assez grand détail, et celui des variables financières, superbement ignoré.

Ainsi, pour étonnant que cela puisse paraître, depuis plus d'un demi-siècle, dans les prévisions des macroéconomistes, tout se passe comme s'il n'existait presque aucune relation significative entre les variables relevant de la sphère réelle et celles qui appartiennent à la sphère financière, d'ailleurs toujours saisies de façon trop fruste. Une telle séparation pouvait à la rigueur se comprendre dans une situation de développement modeste de la finance et d'hésitation de l'analyse économique à préciser les relations entre les deux types de variables ; mais le développement de la sphère financière depuis plus de trois décennies a été considérable et celui de la théorie économique-financière, on l'a vu, n'a pas été en reste : il n'est plus possible de produire des prévisions macroéconomiques crédibles sans

effectuer des projections portant sur les principales grandeurs de la sphère financière.

Rappelons ici les deux raisons souvent invoquées pour expliquer le maintien de cette dichotomie sur une aussi longue période :

- la première - une soi disant spécificité des variables financières - l'est, selon nous, à mauvais escient ;
- la seconde - la répartition des rôles entre institutions en matière d'élaboration des comptes nationaux - est malheureusement de beaucoup plus de poids.

Les variables financières sont souvent taxées d'une très grande volatilité qui les rendrait impropres à toute modélisation. Cela est certainement vrai pour beaucoup de variables de flux : production de crédits, émissions de titres par les entreprises, achats de ces titres par les investisseurs institutionnels ou les ménages... Mais certaines variables de stocks, qui ne font pas non plus l'objet de prévisions, même si leurs flux peuvent être anticipés, sont en revanche, par nature, beaucoup moins volatiles (par exemple l'épargne liquide des ménages). En outre, parmi les variables réelles, objets de prévisions, certaines (les investissements des entreprises, par exemple) font apparaître une volatilité assez proche de celle des flux financiers. Si l'on tient compte, d'autre part, des progrès considérables effectués dans l'estimation économétrique des modèles, force est de reconnaître - volatilité ou pas - que c'est en réalité la spécification des modèles et l'accès à certaines chroniques indispensables qui, le plus souvent, laissent encore à désirer⁶.

46

La longue séparation des rôles en matière d'élaboration des comptes nationaux constitue certainement un motif beaucoup plus sérieux du maintien de la dichotomie entre sphère réelle et sphère financière et de l'absence de prévisions des grandeurs financières. L'organisation mise en place dans les pays développés au moment où naissaient les comptabilités nationales a été généralement de confier aux instituts statistiques nationaux l'élaboration des comptes réels (production, revenu, capital) et aux banques centrales celle de l'ensemble des comptes financiers. Cette séparation avait pour elle, au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, une indéniable logique : les instituts statistiques avaient alors le monopole des équipes de macroéconomistes capables d'estimer - souvent à partir de données fiscales - les principales grandeurs réelles de l'économie et de les ventiler entre les différents secteurs. Quant aux banques centrales, leur statut les plaçait au centre de la collecte des informations financières provenant en particulier des établissements de crédit et des sociétés d'assurances. Pendant des décennies, le rapprochement entre comptes réels et comptes financiers s'est donc limité à assurer la compatibilité des soldes

entre le compte de capital des différents secteurs et leur compte financier qui retraçait les opérations à l'actif et au passif. Cette séparation a eu deux conséquences. D'abord, l'élaboration des comptes de patrimoine a pris du retard par rapport à celle des comptes de flux : de qui en effet devait-elle relever ? des instituts statistiques qui maîtrisaient en principe toutes les informations concernant les patrimoines non financiers (par exemple le patrimoine résidentiel des ménages) ? ou des banques centrales qui possédaient les informations concernant l'actif et le passif des patrimoines financiers ? La seconde conséquence a été, en matière de prévisions, de limiter celles-ci à la sphère réelle de l'économie : pendant longtemps, en effet, les équipes de macroéconomistes des instituts statistiques sont restées plus familières des différents modèles théoriques de prévisions que ne l'étaient les banquiers centraux.

Au cours de la dernière décennie, certains pays ont tenté de remédier aux inconvénients de la division des responsabilités en matière d'élaboration des comptes nationaux : le Royaume-Uni, par exemple, en créant l'Office for National Statistics (ONS), ou la Belgique où la communication sur l'ensemble des comptes réels et financiers s'opère maintenant sous la responsabilité de la Banque nationale de Belgique (BNB).

Mais au total, en ce qui concerne les prévisions macroéconomiques publiées par les différents pays, il n'est donc pas surprenant que l'on soit parvenu à la situation décrite ci-dessus. Pour notre pays en particulier, pendant des décennies, les prévisions officielles - de l'Insee ou de l'ancienne Direction de la prévision du ministère de l'Économie - n'ont porté que sur les grandeurs économiques réelles. Cependant, cette situation pourrait actuellement connaître des évolutions prometteuses. Certaines variables financières sont en effet apparues comme trop importantes pour ne pas faire l'objet de prévisions. D'autre part, une redistribution des rôles entre les différentes institutions concernées commence à se dessiner.

47

*EN MATIÈRE DE PRÉVISIONS MACROFINANCIÈRES,
DES INITIATIVES INTÉRESSANTES POURRAIENT MARQUER
LA FIN DE LA DICHOTOMIE*

Depuis deux à trois décennies, ici ou là, des tentatives de prévisions de flux financiers sont apparues au sein ou en dehors des organismes publics.

En raison de son intérêt, la prévision financière s'est ainsi développée dans le monde professionnel. Dans plusieurs pays, les grands établissements de crédit et les sociétés d'assurances avaient besoin de perspectives

pour pouvoir anticiper l'évolution de leurs parts sur les différents marchés. Les plus importants de ces établissements ont donc réalisé des travaux internes de prévision des comptes macrofinanciers. Il s'agissait le plus souvent de projections à un ou deux ans des comptes financiers des ménages (actifs et passifs). Dans un pays comme la France, depuis le milieu des années 1990, certaines sociétés d'études ont également proposé aux institutions financières des projections des comptes des ménages comportant un assez grand détail en ce qui concerne la nomenclature d'actifs et de passifs financiers. La projection des comptes des entreprises n'aurait été pertinente que s'il avait été possible de faire la distinction entre, d'une part, les grandes et les très grandes, d'autre part, les PME et les TPE.

Depuis la fin des années 1980, indépendamment des tentatives de modélisation financière auxquelles nous avons fait allusion plus haut, certaines banques centrales ont, de leur côté, effectué, de façon épisodique, des prévisions de comptes financiers ou au moins de certains de leurs éléments. Ces travaux étaient le plus souvent rattachés au suivi des agrégats monétaires traditionnels et fondés sur des jugements d'experts.

Ainsi, en France, entre 1987 et 1992, dans le cadre des exercices semestriels de prévisions associés aux « budgets économiques », tant la Banque de France que le Bureau des opérations financières de la Direction du Trésor réalisaient des prévisions financières simplifiées à un ou deux ans : tableau prévisionnel des opérations financières pour la Banque de France, tableau de financement de l'économie (TFE) pour le Trésor. Ces travaux relevaient largement de dires d'experts et n'étaient pas publiés.

De même, entre 2000 et 2005, seule, semble-t-il, dans son cas, la Banque d'Espagne a réalisé des projections à horizon d'une année de l'ensemble des comptes financiers des différents secteurs de l'économie espagnole. Les résultats de ces projections n'ont alors pas fait l'objet de publications. L'exercice, considéré comme purement interne, a été interrompu en 2005, peut-être en raison des difficultés rencontrées.

Tournons-nous vers l'avenir. Depuis un an, la BCE a communiqué sur plusieurs initiatives tout à fait intéressantes dans le domaine qui nous occupe. En mars 2009, le résultat d'une recherche sur des indicateurs avancés des cycles de prix d'actifs (logements et actions) était publié (Alessi et Detken, 2009). Les auteurs montraient ainsi, par exemple, qu'une accélération de la croissance des crédits au secteur privé pouvait, dans certains cas, être considérée comme un indicateur avancé de six trimestres de la formation et de l'éclatement d'une « bulle » de prix d'actifs. Au même domaine de recherche appartiennent les travaux effectués, au niveau macroéconomique d'un pays, sur un

« levier agrégé » pour tenter de détecter les excès de crédits annonceurs d'une crise (Ondo-Ndong et Rigot, 2010). Mais il ne s'agit encore que d'identifier des indicateurs avancés pouvant aider à la réalisation de prévisions.

Bè Duc et Le Breton (2009) donnent en revanche des renseignements assez précis sur des prévisions de grandeurs financières réalisées à Francfort pour l'ensemble de la zone euro depuis 2003. Il s'agit de projections à horizon d'un ou deux ans. Notons que les auteurs font modestement référence, non à des prévisions, mais plutôt à des projections. Il n'en reste pas moins que le « chantier » tel qu'il est présenté est déjà fort ambitieux. En effet, ces projections portent sur une douzaine de variables financières principales parmi lesquelles les crédits aux ménages et aux entreprises non financières, les dépôts de court et de long terme dans les banques, les émissions d'actions et d'obligations par les entreprises et les institutions financières, l'évolution des réserves techniques des sociétés d'assurances...⁷. Chacune de ces variables fait l'objet d'un modèle dans lequel les variables indépendantes peuvent être, par exemple, le taux de croissance nominal ou réel du PIB, les taux d'intérêt de court et de long terme, les taux d'intérêt des crédits bancaires également à court et à long terme, le montant des investissements des entreprises, le prix du pétrole, le niveau de l'inflation, le coût d'émission des fonds propres... Par ailleurs, des hypothèses sont faites sur l'évolution du prix des actions, sur celle des taux de change contre l'euro et sur celle des prix des logements anciens. Le but de la projection est d'obtenir un ensemble complet de flux et d'encours (actifs et passifs) pour les principaux secteurs de la zone euro (ménages, administrations publiques, sociétés financières et non financières) et pour le « reste du monde ».

La BCE réalise également des prévisions sur l'évolution de l'économie réelle de la zone euro. Le rapprochement entre les deux types de prévisions - réelles et financières - est actuellement opéré par les soldes (comptes de capital, d'un côté, comptes financiers, de l'autre côté). Quand des ajustements sont nécessaires, les auteurs notent qu'ils sont plus souvent réalisés sur les soldes financiers que sur les soldes réels. Mais ils observent aussi qu'il faudra assez rapidement dépasser ce seul rapprochement par les soldes pour en venir à une complète intégration des prévisions réelles et financières. Celle-ci nécessitera une modélisation conjointe des principales grandeurs financières et non financières dans laquelle les variables indépendantes pourront être de l'une ou l'autre nature. Vaste programme qui exigera certainement plusieurs années pour être réalisé de façon satisfaisante.

Les résultats actuels des projections financières ne sont pas rendus publics actuellement : deux fois par an, en juin et en décembre,

la BCE communique dans son *Bulletin mensuel* ses projections macroéconomiques pour la zone euro. La dernière livraison de décembre 2009 ne comportait, pour 2010 et 2011, que des prévisions sur les agrégats réels. On conçoit que la BCE puisse être gênée de communiquer des prévisions financières contenant des évolutions de taux de court terme qui dépendent beaucoup de ses propres décisions en la matière. On pourrait en effet toujours se demander s'il s'agit là de prévisions « autorisées ». Mais, pour contourner cette difficulté, il suffirait que les économistes de la BCE fassent explicitement référence aux évolutions de taux d'intérêt telles que les marchés eux-mêmes les anticipent. Prévisions macroéconomiques et prévisions macro-financières sont autant de « biens publics » auxquels tous les agents devraient avoir accès.

La réflexion effectuée par la BCE dans le domaine des prévisions financières n'est évidemment pas une initiative isolée. La plupart des grandes banques centrales nationales doivent avoir ouvert ce type de chantier, probablement avant même les événements de 2007-2008, mais peu d'informations sont données sur l'avancement de tels travaux. Une synthèse des résultats obtenus dans ce domaine par les principales banques centrales nationales présenterait évidemment un grand intérêt. Il serait très étonnant en particulier qu'aux États-Unis, la Federal Reserve Bank ne communique pas au Federal Open Market Committee certains éléments de prévisions à caractère financier. De son côté, la Deutsche Bundesbank semble bien réaliser des projections de certaines grandeurs financières, projections dont il serait bien sûr intéressant de connaître la méthode.

La Banque de France a, quant à elle, pris plusieurs initiatives dans le domaine de la prévision des crédits aux entreprises et aux ménages. La Direction des statistiques monétaires et financières ne se contente pas d'exploiter les résultats pour la France de l'enquête trimestrielle européenne menée auprès des banques sur la distribution du crédit aux entreprises et aux ménages (*Bank Lending Survey*). Dans la mesure où plusieurs questions de cette enquête portent sur l'évolution du crédit au cours des trimestres à venir, elle fournit déjà certains indicateurs avancés de cette évolution. Mais la Banque de France a été plus loin en « étalonnant » l'évolution des encours de crédits sur les réponses de l'enquête : elle obtient ainsi de véritables modèles de prévisions de ces encours sur quatre trimestres, modèles dont les performances sont satisfaisantes, au moins tant que les réponses des banques françaises n'ont pas été biaisées par les engagements qu'elles ont pris en octobre 2008 à l'égard des Pouvoirs publics en matière d'évolution des encours en 2009 (Lacroix et Montornès, 2009). Parallèlement, le Service d'études et de prévisions de la Banque de France

utilise des modèles de projection des encours de crédits aux ménages et aux entreprises à un horizon qui peut atteindre trois années. Dans ces modèles, l'évolution retenue pour les taux d'intérêt est celle que les marchés eux-mêmes prédisent. La Banque de France semble avoir envisagé la publication de ces prévisions, mais elle y aurait renoncé car une telle publication aurait pu « parasiter » le suivi par le ministère de l'Économie et des Finances des engagements pris en matière de crédit par les banques françaises emprunteuses de fonds publics. Enfin, pour être complet, il convient de mentionner que, mensuellement, le SESOF (Service d'études et statistiques des opérations financières) effectue - à usage interne - des projections de moyen terme sur les encours de crédits aux ménages et aux sociétés non financières. Celles-ci sont réalisées en étroite liaison avec le Service d'études et de prévisions qui fournit en particulier les données de cadrage et les prévisions relatives à l'économie réelle.

Une dernière remarque s'impose. De façon générale, ce sont les banques centrales nationales ou internationales qui semblent en meilleure position pour dépasser, en matière de prévisions, la dichotomie entre le réel et le financier. Dans la zone euro, la BCE plus qu'Eurostat. Aux États-Unis, la Federal Reserve - productrice des *Flow of Funds* - plus que le Bureau of Economic Analysis de l'US Department of Commerce, en charge des comptes réels. Rien d'étonnant à cela, les prévisions macroéconomiques traditionnelles, avec ou sans modèles, se sont banalisées. Les banques de données sont maintenant aisément accessibles et les économistes des banques centrales sont plus à l'aise avec les grandeurs financières que les macroéconomistes traditionnels. Au Royaume-Uni, l'apparition de l'ONS (Office national des statistiques) ne semble pas avoir facilité jusqu'ici le développement de prévisions financières en complément des prévisions concernant la sphère réelle. D'où la question on ne peut plus pertinente (et impertinente) de la reine Élisabeth demandant simplement aux économistes de la London School of Economics, lors d'une visite à la fin de l'année 2008, pourquoi une crise si importante n'avait pas pu être anticipée, et la réponse gênée de deux éminents professeurs : « Si vous, votre majesté, demandiez au gouvernement un rapport mensuel sur les perspectives de l'économie ^{et}⁸ de la finance, cela ne pourrait vous être refusé ». La balle ne reviendra-t-elle pas finalement dans le camp de la Bank of England ?

Dans les différents pays avancés, le développement des prévisions macrofinancières devra probablement se traduire, dans le secteur public, par une concentration des moyens et une redéfinition du rôle des différentes institutions en matière de prévisions. Pour l'Union européenne, le problème est délicat compte tenu de la pluralité

des monnaies. Mais le Comité européen du risque systémique (CERS), qui sera en charge de la surveillance macroprudentielle et devrait voir le jour en 2010, pourrait jouer ici un rôle important. Les gouverneurs des 27 banques centrales des pays de l'Union européenne siègent en effet à ce comité ; son secrétariat est certes confié à la BCE, mais il fera aussi appel à des experts des banques centrales des pays hors zone euro. On conçoit donc bien que si la BCE réalise des prévisions financières et patrimoniales pour la zone euro - disons à un ou deux ans -, les banques centrales des pays hors zone euro pourront se voir demander d'établir - chacune pour son pays - de semblables prévisions. L'ensemble constituera alors pour le CERS un outil extrêmement précieux pour compléter son système d'alerte précoce.

Enfin, dans tous les pays (ou zones) où des projections macrofinancières auront pu être prises en compte dans l'établissement des prévisions concernant la sphère réelle de l'économie, celles-ci deviendront plus fiables : les événements récents ont en effet suffisamment montré l'importance des interrelations entre, d'une part, la dynamique des flux financiers et des patrimoines et, d'autre part, les décisions des agents non financiers.

De mince étoffe recouvrant l'économie réelle qu'elle était jadis censée être, la finance serait maintenant devenue un insupportable carcan. Gageons que celui-ci serait tout de même plus supportable si, connaissant les comportements des différents acteurs, on en anticipait à horizon raisonnable les évolutions et leurs conséquences. C'est très précisément l'objet des prévisions macroéconomiques portant sur les grandeurs financières.

52

NOTES

1. Cette étude des canaux de transmission de la politique monétaire est, par exemple, bien présentée dans l'ouvrage récent de Szpiro (2009).

2. Minsky (1986) reprend ses différentes analyses de « l'hypothèse de l'instabilité financière ».

3. Pour la France, voir : Pêcha et Sicsic, 1988. Dans le même esprit, Giavazzi et Pagano (1990) signalent qu'au Danemark, le fort développement des crédits à la consommation a été accompagné par une baisse marquée du taux d'épargne des ménages.

4. Patinkin (1966) correspond à la seconde édition de l'ouvrage, la première ayant eu lieu en 1956 aux États-Unis.

5. Quant à l'importance de ces « effets de richesse » sur le comportement de consommation des Français, on pourra se référer à Chauvin et Damette (2009).

6. Au simple niveau de sa mesure, une variable financière comme le portefeuille de titres non cotés pose de redoutables problèmes et fait souvent l'objet de corrections, mais ces dernières ne sont pas non plus ignorées de certaines variables réelles (voir, par exemple : l'estimation de la consommation de capital fixe qui est pourtant indispensable au calcul du revenu net).
7. Ces variables ne sont pas sans rappeler celles qui étaient prises en compte dans le modèle MEFISTO de la Banque de France évoqué plus haut.
8. C'est nous qui soulignons.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. et COURBIS R. (1969), « Un outil pour le plan », *Économie et statistique*, vol. 1, pp. 45-65.
- ALESSI L. et DETKEN C. (2009), « Global Liquidity as an Early Warning Indicator for Asset Prices Boom/Bust Cycles », *Research Bulletin*, n° 8, mars, pp. 7-9.
- AUBIER M. et CHERBONNIER F. (2007), « L'accès des entreprises au crédit bancaire », *Trésor-éco*, n° 7, janvier, pp. 1-8.
- BANQUE DE FRANCE (1993), « La maquette du système financier français de la Banque de France », MEFISTO, version 2, exemplaire ronéoté, juillet, 82 pages et annexes.
- BANQUE DE FRANCE (2001), *Bulletin*, n° 95, novembre, p. 44.
- BÈ DUC L. et LE BRETON G. (2009), « Flow of Funds Analysis at the ECB, Framework and Applications », Banque centrale européenne, *Occasional Paper Series*, n° 105, août, pp. 32-36.
- CARNOT N. et TISSOT B. (2002), *La prévision économique*, Economica.
- CHAUVIN V. et DAMETTE O. (2009), « Wealth Effects : the French Case », contribution au colloque de l'AFSE, version ronéotée, septembre, 23 pages.
- GLIAZZI F. et PAGANO M. (1990), *Macroeconomics Annual*, NBER, pp. 75-116.
- HAYEK F. A. (1929), *Monetary Theory and the Trade Cycle*, New York : Kelley.
- INSEE (2009), *Note de conjoncture - En ordre dispersé*, décembre.
- LACROIX R. et MONTORNES J. (2009), « Analyse de la portée des résultats du Bank Lending Survey au regard des données de crédit », Banque de France, *Bulletin*, quatrième trimestre, pp. 21-34.
- MAZIER J. et TIUO-TAGBA G., « Déséquilibres mondiaux, taux de change et ajustements macro-économiques, Un modèle "stock flux cohérent" à trois pays », *Revue économique*, mai 2010, pp. 463-475.
- MINSKY H. P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Mc Graw Hill Professional.
- ONDO-NDONG S. et RIGOT S., « Le contrôle du levier agrégé : un nouveau défi pour les autorités de supervision », *Revue économique*, mai 2010, pp. 451-461.
- PATINKIN D. (1966), *Money, Interest and Prices : an Integration of Monetary and Value Theory*, New York et Tokyo : A Harper International Edition, deuxième édition, 708 pages.
- PÉCHA J. et SICSIC P. (1988), « Développement du crédit à la consommation et économie réelle », *Revue d'économie financière*, n° 5/6, pp. 212-222.
- SZPIRO D. (2009), *Économie monétaire et financière*, Bruxelles : De Boeck.
- VON MISES L. (1912), *Theory of Money and Credit*.

