

## Bergsten rejette les arguments de Rogoff

Kenneth S. Rogoff, Conseiller du FMI, recommande de se défier des projets grandioses de coordination internationale de la politique économique (mars 2003). Cependant, il définit le problème de coordination d'une manière tellement stricte et quasiment inopportune qu'il préétablit la réponse et banalise sa signification. Les partisans de la coordination voient un problème très différent qui, pensons-nous, peut être résolu par une approche modeste que Rogoff ignore. Il définit la «coordination internationale de la politique économique» comme étant la «coopération entre les principales banques centrales ... pour arbitrer et coordonner les politiques de taux d'intérêt» et note, à juste titre, que les partisans de ces mécanismes de coopération cherchent essentiellement à limiter l'instabilité des taux de change et qu'il n'est guère établi que celle-ci exerce un effet significatif sur les échanges (ou, pourrait-on ajouter, sur quoi que ce soit d'autre). Notant aussi que la politique monétaire doit continuer d'être axée sur la stabilité des prix et que la coopération entre les banques centrales pourrait générer ses propres coûts, Rogoff rejette donc ce concept spécifique de coordination internationale. Il conclut à juste titre que c'est une «non-réponse» à un «non-problème».

Cependant, une autre caractéristique du système de change actuel pose un problème extrêmement sérieux pour les pays et l'économie mondiale : il s'agit des monnaies qui s'écartent de leur niveau d'équilibre viable à long terme pendant des périodes prolongées. La prolifération de plus en plus manifeste de ces désalignements, notamment du dollar et d'autres monnaies principales, fut bien entendu la cause première de l'effondrement du système des parités ajustables de l'après-guerre. Les taux flottants devaient permettre d'éviter ce problème. Mais les désalignements se sont avérés au moins aussi prononcés dans le cadre du système de flexibilité dirigée que

nous connaissons maintenant depuis plus de trente ans. Selon toutes les estimations, le dollar est devenu bien plus surévalué au milieu des années 80 qu'il ne le fut jamais à l'époque du système de change de Bretton Woods. Il est de nouveau fort surévalué depuis quelques années, avec pour conséquences des déséquilibres élevés et en croissance rapide des balances commerciales et des comptes de transactions courantes qui ont dérégulé des secteurs entiers — en particulier les industries manufacturières tributaires du commerce —, des pressions protectionnistes qui ont menacé la stabilité du système commercial et un risque constant de revirements brutaux des marchés des changes eux-mêmes qui pourraient provoquer des atterrissages brusqués. Les désalignements sont devenus si coûteux au milieu des années 80 que les grands pays industrialisés ont adopté l'accord du Plaza pour les corriger. Les erreurs des marchés se sont avérées encore plus sérieuses que celles des pouvoirs publics.

L'accord du Plaza et nombre de développements ultérieurs permettent de tirer un autre enseignement important pour la coordination future des politiques économiques, à savoir que les grands pays peuvent souvent concevoir des modifications substantielles des taux de change *sans* modifier pour autant leur politique budgétaire ou monétaire nationale. Des études approfondies montrent qu'en raison de la présence d'équilibres multiples sur les marchés des changes, des interventions stérilisées peuvent souvent faire fluctuer les taux substantiellement et durablement si elles satisfont à plusieurs critères bien connus : cohérence avec les données économiques fondamentales, participation concertée au moins des parties concernées par les deux monnaies et annonce publique de l'initiative pour envoyer aux marchés un signal clair sur l'intention des autorités. Les interventions stérilisées ne fon-

## Emprunts répétés au FMI

L'article intitulé «Le recours prolongé aux prêts du FMI : quand pose-t-il problème?» (décembre 2002) n'aidera probablement pas à comprendre les problèmes des pays emprunteurs. En premier lieu, le «recours prolongé» est loin d'être expliqué. Les «problèmes structurels profondément enracinés», considérés comme l'un des facteurs explicatifs, ne sont pas identifiés. L'article est émaillé de termes ou d'analyses exotiques qui étonnent plus qu'ils n'expliquent. Ainsi, l'expression «label de qualité», utilisée pour simplement dire que «l'aide» (en fait les allègements de dettes) est liée aux programmes appuyés par le FMI, risque de ne pas plaire aux millions de pauvres qui ont subi les «coûts sociaux» des programmes répétitifs; de même, affirmer que le FMI aurait subi des pressions de la part des gouvernements tranche avec toute la littérature qui existe sur ce point.

En second lieu, les affirmations des auteurs apparaissent encore plus exotiques dans un numéro où les différentes crises «d'un genre nouveau» et «les dettes excessives» sont analysées avec la rigueur voulue; les différents articles de ce numéro devraient, en effet, permettre de comprendre que l'ajustement prolongé imposé aux pays endettés résulte du

fait que, avant l'initiative en faveur des PPTE, leur problème de solvabilité a été pris pour un problème de liquidité.

Cependant, les auteurs font preuve de lucidité en proposant de «renforcer la capacité des services du FMI à analyser les questions d'économie politique pour comprendre les forces qui bloqueront les réformes». En effet, il est certain que les programmes formulés à l'aide de l'antique modèle monétaire du FMI risquent de prolonger encore les recours à l'institution. On sait que ce «modèle» est une version opérationnelle de l'approche monétaire de la balance des paiements, selon laquelle le solde des paiements extérieurs et le taux de change sont directement liés à la masse monétaire et au crédit intérieur. Or, les études empiriques n'ont pas validé, dans leur majorité, cette approche. De plus, ce modèle correspond à la période des taux de change fixes mais ajustables; on peut démontrer que, dans l'hypothèse de taux de change flottants, le «modèle» n'est pas déterminé. On peut aussi rappeler que le FMI a souvent montré que le principe de la parité du pouvoir d'achat, à la base de l'approche monétaire de la balance des paiements, n'est pas un guide efficace pour déterminer les taux de change à court et à moyen terme.

*Pépé Andrianomanana*

*Faculté de droit et d'économie, université d'Antananarivo*



tionnent parfois pas et il faudra peut-être, à de rares occasions, modifier la politique monétaire pour atteindre des objectifs de taux de change, mais il existe manifestement un autre instrument permettant d'atteindre l'objectif d'équilibre extérieur.

En dépit de l'accumulation récente de théories et de données à l'appui de cette thèse, elle reste fort controversée tant sur le terrain que dans les milieux officiels. Il est donc à noter que les trois interventions des États-Unis et de leurs partenaires concernés pendant la seconde moitié des années 90 ont atteint leurs objectifs, à savoir stopper puis inverser la chute excessive du dollar (notamment par rapport au yen) en 1995, du yen en 1998 et de l'euro en 2000. Dans aucun de ces cas, la politique monétaire n'a subi de modifications qui pourraient expliquer le brusque revirement ultérieur des taux de change.

Contrairement à ce qu'affirme Rogoff, il semble exister des arguments solides en faveur d'une coordination au moins occasionnelle sur les marchés des changes. Certains d'entre nous iraient plus loin, en utilisant l'instrument supplémentaire pour chercher à éviter les désalignements *ex ante* en gérant le système des taux flexibles à l'aide d'une sorte de zone objectif, zone de référence (comme dans l'accord du Louvre de 1987) ou zone de suivi (comme le recommande aujourd'hui mon collègue John Williamson). Encore une fois, il existe des théories et des données empiriques selon lesquelles le maintien de zones crédibles favorise le retour, en moyenne, des monnaies flottantes vers le point médian notionnel de ces zones, sans doute le niveau d'équilibre convenu par les pays participants sur la base des calculs que le FMI (sous l'égide de Rogoff, qui en est le Conseiller) prépare déjà régulièrement. Les énormes flux de capitaux privés que les autorités disent tant craindre et utilisent comme excuse pour ne pas adapter un tel régime appuieraient donc en pratique la viabilité de celui-ci et limiteraient le besoin d'intervention, sans parler d'un ajustement plus vaste de l'action.

Il est de plus en plus apparent que le consensus des «extrêmes» d'il y a quelques années — à savoir que les seuls régimes viables sont les taux fixes et les taux flottants — est inopérant, parce que peu de pays sont en mesure d'appliquer un taux fixe et encore moins acceptent l'idée d'un taux flottant. Le véritable problème est de savoir s'il faut gérer les taux flexibles au cas par cas, comme les pays du G-7 le font depuis plus de dix ans (à l'exception, bien entendu, des taux au sein de la zone euro), ou appliquer un régime modeste de zones objectifs afin d'éviter les écarts prolongés par rapport à l'équilibre auxquels ils sont maintenant si souvent sujets. Le débat de ces dernières années sur la réforme de l'«architecture financière internationale» ignore cette question systémique très importante. J'espère que M. Rogoff engagera vivement les pays membres du FMI à aborder cette question plutôt que d'attaquer des propositions bidons avec un discours péjoratif.

**C. Fred Bergsten**

*Directeur, Institute for International Economics,  
Washington*

**Kenneth S. Rogoff répond**

Il fut un temps où nombreux étaient ceux qui pensaient que les grandes banques centrales pouvaient combattre l'évolution des taux de change sans modifier leur politique monétaire grâce aux «interventions stérilisées» (échanges de créances rémuné-

rées en devises contre des créances rémunérées en dollars). Mais, aujourd'hui, seule une petite minorité est d'avis qu'une conversion de créances même pour un montant de 10 ou 20 milliards de dollars aura beaucoup d'effets sur les énormes marchés de la dette en euros et en dollars, auxquels les pouvoirs publics américains et européens ajoutent à eux seuls près d'un billion de dollars par an en nouvelles créances nettes. Des opérateurs de change subissent parfois des pertes, mais la plupart des études empiriques montrent que ce sont les banques centrales qui perdent systématiquement de l'argent en cherchant à se battre contre les moulins à vent comme Don Quichotte. Les nombreuses données empiriques indiquent que les interventions stérilisées ne sont efficaces que lorsqu'elles signalent une modification de la politique de taux d'intérêt. Mais, pour les trois principales banques centrales, d'autres moyens de communication (par exemple les discours et les auditions du Président Greenspan pour le Système fédéral de réserve américain) sont bien plus efficaces. En fait, contrairement à ce que prétend M. Bergsten («un non-problème»), la coordination des politiques de taux d'intérêt au sein du G-3 peut avoir de vastes répercussions à l'échelle internationale, et pas seulement sur les taux de change. C'est pourquoi presque toutes les publications universitaires sur la coopération monétaire internationale se concentrent aujourd'hui sur les taux d'intérêt, et non sur les interventions stérilisées.

P.S. Certes, les interventions stérilisées peuvent influencer notablement sur les taux de change dans nombre de pays en développement aujourd'hui. C'était aussi le cas en Europe dans les années 50, et ce pour des raisons quasiment identiques, à savoir des marchés relativement peu actifs et la réglementation des mouvements de capitaux. Mais réglementer les flux de capitaux dans le simple but de pouvoir opérer des interventions stérilisées n'a aucun sens pour les pays du G-3, dont les marchés financiers sont matures et relativement bien régulés.

## **Dette odieuse, crédit odieux**

Saluons le FMI pour les progrès éthiques qu'il accomplit pour identifier ce qui est appelé à juste titre la «dette odieuse» (juin 2002). Cela dit, il faut aussi identifier le «crédit odieux», à savoir la situation créée par des créanciers internationaux qui félicitent le ministre des finances d'un pays pour sa politique économique «efficace et exemplaire». Cette «bénédiction» permet au pays en question de continuer «volontiers» de contracter des emprunts (parfois auprès de ces mêmes créanciers) et de s'endetter davantage jusqu'au ... défaut de paiement. Ce fut le cas de l'ancien Directeur général du FMI, Michel Camdessus, qui se répandait en louanges sur l'ancien Ministre de l'économie de l'Argentine, Domingo F. Cavallo, et qui n'a cessé de recommander et d'approuver des prêts en faveur de mon pays, avec le résultat que l'on connaît. Le FMI n'est-il pas obligé de respecter le principe juridique anglo-saxon de la responsabilité?

**Marcelo Aftalion**

*Ancien professeur de sociologie, Faculté de droit  
Université de Buenos Aires*