

JEUNE étudiant à Buenos Aires, à la fin des années 50, Guillermo Calvo désespérait de comprendre un jour l'économie. Chez lui, le sujet était souvent abordé puisque son père travaillait à la banque centrale. Mais il avait beau s'efforcer d'en saisir le sens, il n'y parvenait pas, et arriva un jour à la conclusion que l'économie le dépassait. Il persévéra néanmoins et, lors d'un cours d'initiation à l'économie, il commença soudain «à comprendre et à en voir la beauté». Plus tard, sur les conseils de Julio Olivera, alors responsable des études à la banque centrale où Calvo obtint un poste par concours, il se rendit à la bibliothèque de la banque, un dictionnaire d'anglais à portée de main, et se plongea dans la lecture de traités économiques et mathématiques touffus rédigés «dans une langue que je connaissais à peine».

Persévérance récompensée. Calvo devint l'un des éminents spécialistes de la théorie macroéconomique moderne et de l'économie des marchés émergents, ceux d'Amérique latine notamment. Lors d'un discours prononcé à l'occa-

dans un pays non pas parce que celui-ci menait des politiques monétaires et budgétaires rationnelles, mais parce que des facteurs externes, une conjoncture globalement favorable et de faibles taux d'intérêt aux États-Unis par exemple, incitaient les détenteurs de capitaux à chercher de meilleurs rendements. Si ces facteurs extérieurs venaient à changer, postulaient-ils dans un article controversé en 1993, l'investissement dans les pays émergents (que ces derniers soient frugaux ou dépensiers) pourrait brutalement se tarir.

Peu après, la conjoncture mondiale a bel et bien changé, et validé pour une bonne part la théorie de Calvo et de ses collègues. Enclenché au Mexique en 1994 pour s'achever en Argentine en 2001, un «arrêt soudain», pour reprendre ses termes, c'est-à-dire une interruption inattendue et généralisée des flux de capitaux, souvent sans aucun lien avec les fondamentaux économiques (encadré page 6), a secoué plusieurs pays émergents, dont beaucoup en Asie. Les responsables des pays en développement apprirent ainsi une

Un maître de la théorie et de la pratique

James L. Rowe a rencontré l'économiste **Guillermo A. Calvo**

sion d'une conférence organisée en son honneur au FMI, en 2004, Andrés Velasco, alors professeur à Harvard, aujourd'hui Ministre des finances du Chili, déclara que s'il y a une «personne qui a œuvré pour que les problèmes des pays situés au Sud du Rio Bravo soient considérés sous l'angle de la théorie économique moderne, c'est bien Guillermo Calvo». Ses premiers travaux théoriques sont au cœur des trois avancées que les économistes V.V. Chari et Patrick J. Kehoe ont récemment déclarées déterminantes pour les progrès de la théorie macroéconomique ces trente dernières années : la critique prônant la prise en compte des anticipations du public quant à l'action des autorités; l'attention accordée à la notion d'incohérence temporelle et aux questions connexes de crédibilité; et l'amélioration de la modélisation de l'économie afin de tenir compte de distorsions telles que la rigidité des prix.

Par la suite, Calvo a pris des positions plutôt inquiétantes qui tranchaient souvent avec celles de beaucoup de ses confrères, surtout au début des années 90, période de prospérité durant laquelle la plupart des économistes (dont ceux du FMI, où Calvo exerçait alors) estimaient que le sérieux avec lequel un pays menait sa politique économique déterminait son attrait pour les investisseurs. L'idée couramment admise alors était que «si vous gardez votre maison en ordre, les marchés financiers seront toujours de votre côté», précise-t-il.

Or Calvo et plusieurs de ses collègues du FMI, dont Carmen Reinhart et Leonardo Leiderman, réfutaient cette idée. Ils soutenaient que les financements étrangers affluaient

douloureuse leçon : ils pouvaient être presque sûrs de ne pas attirer les investisseurs étrangers s'ils menaient de mauvaises politiques, mais rien ne garantissait qu'ils échapperaient à ce sort s'ils en appliquaient de bonnes. Le *New York Times* ne tarda pas à surnommer Calvo le «prophète du malheur financier» pour avoir justement prédit l'effondrement du Mexique en 1994. Et même si son dernier article porte sur les économies «en redressement», il s'intéresse plus que jamais, à 65 ans, aux possibilités de crise dans les marchés émergents.

Entre l'université et la politique économique

Au cours de ses trente ans de carrière, Calvo n'a cessé d'aller et venir entre le monde universitaire et celui de la politique économique. À la fin de 2006, il a choisi de quitter à nouveau l'arène publique et, après six ans au poste de chef économiste à la Banque interaméricaine de développement (BID), a démissionné pour retourner — avec sa femme, Sara, économiste — à l'université Columbia de New York, où il a entamé sa carrière universitaire il y a trente ans, fraîchement muni d'un doctorat de l'université de Yale. Au fil des ans, il a aussi été professeur aux universités de Pennsylvanie et du Maryland, et occupé divers postes de professeur invité et de chercheur. Il a longtemps exercé une influence profonde sur le débat économique — au FMI, à la BID, et en tant qu'universitaire. Il n'a cependant véritablement participé qu'une fois à l'action gouvernementale, en qualité de conseiller du ministre des finances argentin, en 1996, épisode qui ne dura que deux mois.



On considère généralement que ses travaux de recherche comportent deux phases distinctes. Dans la première moitié de sa carrière, il a été un théoricien inspiré par le monde qui l'entourait, dans la seconde, un économiste d'inclination théorique au service de la politique économique.

Pablo Guidotti, doyen de l'école d'administration de l'université Torcuato Di Tella de Buenos Aires et ancien collègue de Calvo au FMI, le décrit comme «un économiste à l'esprit très théorique qui aime les modèles simples et élégants». Comme Calvo le dit lui-même : «Ma règle consiste à toujours simplifier, simplifier, simplifier. Après tout, ce sont des modèles que nous créons. Ce n'est pas la réalité.»

La réalité a néanmoins toujours été sa muse, selon Ernesto Talvi, responsable de l'institut de recherche uruguayen Ceres. Il n'a jamais théorisé pour le plaisir de la théorie. Même son premier article, un exposé très conceptuel sur l'utilisation des capacités publié en 1975 dans l'*American Economic Review*, était

inspiré par la situation en Colombie, où il avait vécu plusieurs années.

Sa réflexion s'appuie parfois sur des problèmes non économiques. C'est un jeu auquel il jouait avec ses frère et sœur qui est en partie à l'origine de sa contribution de 1978 à la théorie, toute nouvelle à l'époque, de l'incohérence temporelle, concept qui explique comment des responsables publics bien intentionnés peuvent malgré tout conduire de mauvaises politiques. Calvo raconte qu'enfant il montrait à son frère et à sa sœur des photos de lui-même plus jeune et leur demandait «Qui est-ce?», ce à quoi ils répondaient «C'est toi». «Non, ce n'est pas moi», leur disait-il, expliquant qu'il était désormais une personne différente vivant une situation différente de celle du moment où la photo avait été prise. «Pour moi, il était clair qu'on pouvait se représenter les êtres humains comme une succession» d'incarnations, dit-il. C'est ce qui lui a permis de comprendre comment les responsables publics pouvaient saper leur stratégie à long terme : le responsable qui prend une décision aujourd'hui le fait dans une situation différente de celle qui régnait au moment de sa promesse initiale.

En 1977, Edward C. Prescott et Finn E. Kydland ont montré qu'un gouvernement qui se fixe une stratégie (monétaire ou budgétaire) à long terme modifiera ultérieurement cette stratégie, s'il en a l'occasion, pour tenir compte de l'évolution de la situation. Un an plus tard, Calvo, travaillant indépendamment de Prescott et Kydland (qui ont reçu le Prix Nobel 2004 en partie pour leurs travaux sur l'incohérence temporelle), montra que le gouvernement prendra vraisemblablement ces décisions discrétionnaires incohérentes «même si ses préférences correspondent exactement» à celles du public.

Pour Calvo, l'important est de comprendre que, en s'efforçant de prendre les meilleures décisions (en «réoptimisant», comme disent les économistes) à un moment donné, les responsables risquent de dénaturer leurs promesses initiales pourtant judicieuses à long terme, et de perdre ainsi toute crédibilité. Dès qu'ils s'écartent de leur engagement, par exemple de lutter contre l'inflation, même s'ils ont de très bonnes raisons de le faire, le public ne leur fait plus confiance. Les anticipations des gens changent et ils cherchent alors à se protéger, par exemple en exigeant des taux d'intérêt plus élevés en prévision d'une hausse de l'inflation. Cela oblige les responsables à prendre de nouvelles mesures contre-productives qui finissent par anéantir une politique de long terme pourtant bien conçue à l'origine.

L'incohérence temporelle, avec ses effets sur les anticipations et la crédibilité, ne concerne guère les pays avancés, affirme

Calvo, «mais la plupart des économistes conviendront que c'est un problème majeur dans les pays émergents» et que, en fait, «elle explique en partie pourquoi ces pays sont sujets à l'hyperinflation». À la suite des travaux sur l'incohérence temporelle, nombre de pays ont réduit le pouvoir de décision discrétionnaire des responsables publics, en conférant à la banque centrale une plus grande indépendance vis-à-vis des responsables politiques et en adoptant publiquement des cibles d'inflation et des objectifs de stabilité dont il est difficile de s'écarter.

La difficulté que Calvo dut ensuite affronter consistait à comprendre les événements qui ne cadraient pas avec la *théorie de l'équilibre général* alors en vigueur, qui se fonde sur des équations mathématiques pour démontrer de quelle manière l'économie entière fonctionne comme un tout. L'Argentine, dont les multiples crises économiques ont régulièrement inspiré cet enfant du pays, dévalua fortement le peso en 1981. Les prix auraient dû évoluer en conséquence; or, ce ne fut pas le cas. Désireux de comprendre pourquoi, Calvo eut recours aux modèles élaborés par ses collègues de Columbia, Edmund Phelps et John Taylor. Ces modèles, que Calvo avait précédemment écartés, s'efforçaient d'incorporer ce qu'il est convenu d'appeler la *viscosité des prix et des salaires*, qui fait que ceux-ci résistent au changement même si les conditions sous-jacentes évoluent. Calvo les avait d'abord jugés «trop compliqués», mais les a ensuite «simplifiés de telle sorte qu'ils sont devenus un jeu d'enfant» pour tenir compte de la viscosité des prix dans un modèle d'équilibre général. L'article, paru en 1983, mit un certain temps à s'imposer en raison, dit-il, de la persistance de ses confrères à essayer d'expliquer les événements au moyen du modèle habituel, avec prix et salaires flexibles. Mais dans les années 90, dit Roberto Rigobon, du MIT, le modèle de Calvo était devenu le modèle à tout faire de la macroéconomie.

L'incohérence temporelle et l'intégration de la viscosité des prix à la théorie de l'équilibre général constituent peut-être les apports majeurs de Calvo à la théorie macroéconomique, mais son champ d'intérêt était vaste et «il parcourut tout le paysage

économique», selon Carlos Rodriguez, un collègue de l'université de Columbia dans les années 70 aujourd'hui président de l'université du CEMA à Buenos Aires. Calvo a publié des articles théoriques traitant, entre autres, de l'utilisation des capacités, des échelles hiérarchiques dans les organisations, du chômage structurel, des échanges internationaux, des taux d'intérêt réels et des taux de change réels, jusqu'à l'économie de la justice.

Sa propre voix

En 1986, après treize ans à l'université de Columbia, Calvo partit pour celle de Pennsylvanie. Ce changement de décor fut bref. Jacob Frenkel, alors Directeur du Département des études du FMI, l'incita à l'y rejoindre et, de 1988 à 1994, il écrivit de nombreux articles sur les taux de change, les marchés émergents et la transition des économies dirigées d'Europe orientale vers des économies plus axées sur le marché à l'ère post-soviétique. Bon nombre de ses collègues estiment que c'est au FMI que naquit son intérêt pour les grands enjeux économiques, mais il hésite : «Il m'a fallu beaucoup de temps pour trouver ma propre voix. Je me suis toujours intéressé aux questions de politique économique, mais je n'avais pas les qualités requises pour les aborder seul. Le FMI, parce qu'il est une administration, m'a donné l'occasion d'exercer dans un environnement où l'on travaille davantage en collaboration. Le maître mot est coopération. Je venais de l'université, où règne la concurrence, où seules comptent l'originalité et la singularité.»

Au FMI, il collabora avec des chercheurs, pour la plupart plus jeunes — dont Carlos Végh, Enrique Mendoza, Guidotti, Leiderman et Reinhart. Avec Guidotti, il travailla sur les questions de dette publique qui le conduisirent à ses études ultérieures sur la dollarisation des passifs. Avec Végh, il perfectionna le modèle à prix rigides. Et avec Mendoza, il étudia les questions commerciales. «Ils étaient connus sous le nom de la bande à Calvo», dit Talvi, un collaborateur plus récent qui n'a pas travaillé avec lui au FMI.

Aucun des membres de la bande ne complétait mieux ses compétences que Reinhart, aujourd'hui professeur à l'université du Maryland, dont il dit qu'elle était «une superbe économètre appliquée et une économiste de premier ordre». Tous deux ont collaboré sur plusieurs projets, dont l'article, écrit en 1993 avec Leiderman, qui contestait l'idée généralement acceptée que les pays latino-américains bénéficiaient d'énormes flux de capitaux en raison de leurs réformes structurelles et de leurs politiques monétaires et budgétaires avisées.

«Je suis allé en Amérique latine, où tout le monde tenait le même discours : l'argent affluait parce que les politiques appliquées étaient bonnes. Or le Pérou recevait beaucoup d'argent alors que le Sentier lumineux (forces insurgées) y sévissait. Dans certains pays, le taux de change était fixe, dans d'autres, flottant. J'ai donc regardé autour de moi et me suis dit : c'est louche. Tous ces pays reçoivent de l'argent, leurs politiques sont très différentes, et nul ne me fera croire qu'ils sont tous en bonne forme.» De retour à Washington, il fit part à Reinhart de sa conviction qu'un facteur commun existait, et qu'il était externe. Ils enrôlèrent Leiderman et tous trois examinèrent les boucs émissaires habituels : les taux d'intérêt américains et la conjoncture économique. Et, dit Calvo, «tous les éléments se sont mis en place».

Que le FMI ait publié leur article (et les études ultérieures de même nature) ne signifie pas qu'il avalisait leurs conclusions. En fait, dit Calvo, tous trois firent l'objet d'un tir nourri de critiques de leurs confrères. Mais, comme prévu, les taux d'intérêt américains commencèrent à monter et, en décembre 1994, la crise dite

L'art de de la formule

Calvo et ses collègues se sont distingués par leur aptitude à créer ou à populariser des expressions qui ont été adoptées par les économistes et même par les non-spécialistes :

Arrêt soudain : effondrement massif, inattendu et généralisé des flux de capitaux qui n'a souvent aucun lien avec les paramètres économiques fondamentaux d'un pays. Le phénomène est parfois abrégé sous la forme «3S», pour *systemic sudden stop* (arrêt systémique soudain), afin de souligner le caractère général du problème pendant les crises.

Peur du flottement : répugnance d'un pays à laisser le marché déterminer la valeur de sa monnaie (à la laisser flotter librement) parce que de nombreux particuliers et entreprises ont des actifs et des passifs libellés en dollars et qu'une dépréciation de la monnaie nuirait considérablement à ceux qui n'ont pas couvert leur position. L'expression vient du titre d'un article rédigé par Calvo et Reinhart en 2002.

Miracle du phénix : situation d'une économie qui «renaît de ses cendres» après un effondrement de la production provoqué par un arrêt soudain. Généralement, l'économie retrouve son niveau de production antérieur en deux ans, mais pas sa trajectoire de croissance à long terme.

Tequila éclata au Mexique après que le pays eut fortement dévalué sa monnaie. Elle déclencha chez Calvo une activité fébrile — et il parvint rapidement à la conclusion que, si les problèmes du Mexique avaient bien été provoqués par une dévaluation, le pays n'avait pas affaire à une crise de change mais à une crise sur le marché des capitaux, où les sociétés et les États lèvent des fonds à long terme. Son article suivant, *Varieties of Capital-Market Crises*, affirmait essentiellement que le Mexique n'était pas un phénomène isolé. Selon lui, de nombreux pays émergents étaient vulnérables, à divers titres, aux caprices des investisseurs internationaux en raison du sous-développement de leurs sec-

«Si la crise de 1929 a été le fruit de l'incompétence de la banque centrale, comme le croient de nombreux économistes, les crises des marchés émergents sont aujourd'hui dues à l'impuissance des banques centrales.»

teurs financiers, du risque d'affolement des déposants qui pèse en permanence sur le secteur bancaire, et du phénomène de «contagion» qui fait que les investisseurs n'établissent pas de distinction entre les marchés émergents mais en retirent leurs fonds sans tenir compte de la situation sous-jacente de chacun.

Ses hypothèses faisaient du secteur financier la source de l'instabilité. Dès lors que le secteur financier est introduit dans le modèle, un pays peut en théorie subir des attaques sur de nombreux fronts, explique Miguel Kiguel, un économiste argentin qui fut l'étudiant de Calvo à l'université de Columbia au début des années 80. Les banques jouent parfois un rôle plus influent «qu'un déficit budgétaire ou un déficit du compte courant». Ce que Calvo postula alors est aujourd'hui couramment admis, dit Rigobon, mais à l'époque, c'était un concept radical. «C'est comme un film d'Hitchcock. Les effets spéciaux ne font plus grande impression aujourd'hui», mais ils étaient alors révolutionnaires. Tout comme dans le cas du modèle de 1983, la profession a été assez lente à prendre la mesure des intuitions de Calvo en 1996. Il fallut les crises asiatiques de 1997 et les crises ultérieures en Europe orientale et en Amérique latine pour convaincre beaucoup d'économistes que les marchés émergents avaient des problèmes particuliers qui émanaient du système financier.

Calvo admet qu'au fil des ans il a eu des conflits d'analyse avec le FMI, mais durant les années qu'il y a passées, il a toujours eu l'aide et le temps nécessaires à ses travaux. «Voyez le nombre d'articles que j'ai rédigés, je n'ai jamais cessé d'écrire.» Il continue d'écrire à un rythme vertigineux. «C'est par l'écriture qu'il continue de réfléchir et de disséquer les idées. Dès qu'il a une idée, il écrit. La plupart des gens en discuteraient au cours d'un déjeuner. Guillermo écrit un article», dit son collègue et ami Rodriguez.

Il était donc juste qu'en 2004 son scepticisme institutionnel depuis longtemps enterré, le FMI honore Calvo en invitant de nombreux collègues à participer à un séminaire de deux jours pour célébrer son autorité intellectuelle dans les domaines, entre autres, des flux de capitaux, de l'échéance des dettes, et

de la stabilisation de l'inflation. Le Directeur général adjoint de l'époque, Agustín Carstens, aujourd'hui Ministre des finances du Mexique, observa que «l'aptitude de Guillermo à ramener des problèmes complexes à leurs éléments essentiels nous a enseigné que les modèles complexes sont pour les esprits moins sophistiqués... Dans ses mains, le chaos de la réalité a toujours produit des modèles simples et éclairants.»

Comblant les vides théoriques

La conjoncture extérieure a été généralement calme cette dernière décennie, et les pays en développement ont renoué avec la croissance. Mais les risques de crise demeurent, dit Calvo, et la théorie macroéconomique n'a pas grand-chose à offrir si les arrêts soudains reviennent. «La théorie macroéconomique officielle que nous enseignons dans les universités aujourd'hui n'est pas inspirée de la crise de 1929, mais de la grande stabilité dont les États-Unis en particulier font preuve depuis de si nombreuses années.»

Calvo et ses confrères Alejandro Izquierdo et Talvi ont observé des résonances étranges de la crise des années 30 en travaillant à leur article de 2006 consacré à ce qu'ils ont appelé le «miracle du phénix», autrement dit l'aptitude apparemment infaillible des économies sous-développées à renaître de leurs cendres après un effondrement spectaculaire de la production provoqué par un arrêt soudain. Ils ont découvert de profondes similitudes entre les conditions qui régnaient lors des crises récentes des marchés émergents et à l'époque de la crise de 1929. Des économies exsangues ont retrouvé en deux ans leur niveau de production antérieur, mais pas la trajectoire de croissance qu'elles avaient avant la crise.

L'un des problèmes cruciaux des économies émergentes est que leurs banques centrales sont souvent impuissantes à les aider. Les amples fluctuations des taux d'intérêt qui accompagnent généralement les crises font que le recours progressif aux instruments habituels de la politique monétaire est inefficace. Et comme les marchés financiers sous-développés obligent les entreprises et les États à emprunter lourdement en dollars ou d'autres devises, les banques centrales ne sont guère en mesure de préserver la solvabilité des systèmes, en cas de crise, en faisant fonction de prêteur de dernier ressort. Les pays ont par ailleurs souvent peur de laisser flotter leur monnaie parce que les entreprises qui sont endettées en dollars mais réalisent leurs recettes dans la monnaie locale seraient anéanties par une forte dévaluation. Si la crise de 1929 a été le fruit de l'incompétence de la banque centrale, comme le croient de nombreux économistes, les crises des marchés émergents sont aujourd'hui dues à l'impuissance des banques centrales.

Calvo espère aider les responsables des pays émergents en profitant du calme actuel pour formuler une théorie qui servira d'assise aux politiques des pays dotés de systèmes financiers sous-développés et pratiquement dépourvus de prêteur de dernier ressort. «Une belle collection d'œuvres d'art et un environnement calme ne suffisent pas, dit-il, à faire d'une banque centrale une banque centrale du premier monde.» ■

James L. Rowe est rédacteur principal de F&D.

Bibliographie :

Chari, V.V., and Patrick J. Kehoe, 2006, "Modern Macroeconomics in Practice: How Theory Is Shaping Policy," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20 (Fall), p. 3–28.

Mendoza, Enrique, 2005, "Toward an Economic Theory of Reality: An Interview with Guillermo A. Calvo," *Macroeconomic Dynamics*, Vol. 9 (February), p. 123–45.