

# Défions-nous des projets grandioses

## La coordination de la politique monétaire des États-Unis, du Japon et de l'Europe ne vaut pas les risques et les coûts qui en résultent

Kenneth S. Rogoff



Kenneth S. Rogoff est Conseiller économique et Directeur du Département des études du FMI.

**A** LA FIN d'«*Un homme d'exception*», Oscar du meilleur film de 2001, basé sur la biographie de John Nash, lauréat du prix Nobel en 1994, par Sylvia Nasar, on nous dit que l'une des principales applications de la théorie de l'interaction stratégique de Nash concerne l'économie internationale. Il est vrai que le film ne montre jamais Nash en consultation avec le Président du Système fédéral de réserve américain, qu'il s'agisse de réalité ou de fiction. Et la scène qui illustre la théorie de la coopération de Nash se passe dans un bar, et non dans la salle de conseil d'une banque centrale. Néanmoins, le fait que la coordination internationale de la politique économique soit même mentionnée dans un film de grande distribution montre dans quelle mesure le sujet est entré dans le domaine public.

Il est clair que la coopération entre les principales banques centrales est en général vue d'un bon œil par le public. Il est rassurant que le Système fédéral de réserve américain, la Banque centrale européenne, la Banque du Japon et d'autres grandes banques centrales échangent régulièrement informations, évaluations macroéconomiques, analyses et idées. Mais est-ce suffisant? Certains pensent que non. Dans notre monde de plus en plus interdépendant, où les décisions de politique monétaire prises par les pays du G-3 peuvent avoir des conséquences énormes de par le monde, n'avons-nous pas besoin d'un mécanisme multinational pour arbitrer et coordonner les politiques de taux d'intérêt?

Il n'y a là rien de neuf. Depuis le passage aux taux de change flottants au début des années 70, nombre de spécialistes ont cherché à concevoir de grandioses mécanismes et institutions qui orienteraient la politique monétaire internationale. Par exemple, Ronald I. McKinnon, professeur d'économie à Stanford, a proposé en 1984 que le G-3 établisse des objectifs monétaires mondiaux; d'autres ont suggéré de mettre en place une banque centrale mondiale. Mais quels sont vraiment les gains potentiels? Les risques et les coûts de la transition en

valent-ils la peine? Ma réponse, qui est peut-être celle d'un hérétique, est non. Il me semble que les avantages de grandioses mécanismes de coopération monétaire au sein du G-3 sont plutôt limités, quelle que soit la qualité de leur conception et de leur exécution. J'entends qu'ils sont limités par rapport aux avantages globaux qui résulteraient simplement de la conduite d'une bonne politique monétaire nationale par les banques centrales du G-3.

### Trop d'illusions

Pourquoi, en dépit de la poussée de la mondialisation, n'est-il pas possible de structurer et d'institutionnaliser davantage la coordination internationale des politiques monétaires? Au cours des vingt dernières années, les spécialistes se sont penchés sur cette question, cherchant à quantifier les avantages d'une coopération internationale idéalisée sous forme d'une politique commune de taux d'intérêt. Certains ont combiné de vieux modèles keynésiens et la «théorie des jeux» style Nash (où le résultat pour chaque participant dépend de l'action de l'ensemble des participants et où aucun participant ne peut gagner à modifier sa stratégie à moins que les autres ne coopèrent). Plus récemment, bon nombre ont utilisé des modèles de la «nouvelle économie ouverte» qui relèguent les anciens modèles keynésiens à la préhistoire économique. À quelques exceptions près, ils ont observé que la coordination des politiques de taux d'intérêt présente des avantages plutôt modestes.

Comment des concepteurs de grands mécanismes de coopération peuvent-ils se tromper aussi lourdement? Commençons par corriger quelques fausses idées largement répandues.

• *La volatilité des taux de change des monnaies du G-3 est un désastre.* C'est effectivement un problème pour certains, mais il n'existe guère de données empiriques prouvant que la volatilité des taux de change exerce un effet significatif sur les échanges, et les taux d'intérêt semblent influencer bien plus que les taux de change sur l'activité économique dans les pays du G-3. C'est en partie parce que les

États-Unis, le Japon et la zone euro sont des économies relativement fermées. Mais c'est aussi parce que les répercussions des taux de change sur les prix intérieurs sont remarquablement faibles, si bien que les consommateurs sont protégés à court terme. (Les désalignements soutenus de monnaies constituent un autre problème, mais ils s'expliquent en général par des facteurs de l'économie réelle, et non par la politique monétaire.)

• *La coordination internationale des politiques monétaires réduit toujours la volatilité des taux de change.* Ce n'est pas forcément le cas. Des théoriciens ont montré que la coopération monétaire peut facilement accroître la volatilité des taux de change. L'une des raisons pour lesquelles coopération monétaire et stabilisation des taux de change sont associées est que les accords du Plaza et du Louvre, annoncés avec grand fracas par les grands pays industrialisés dans les années 80, visaient à assurer des parités viables, donc à éviter des ajustements désordonnés et une volatilité excessive. Leurs résultats ont été mitigés. Mais, même si une stabilisation notable des monnaies était possible — et, vu la taille et les sautes d'humeur des marchés de changes d'aujourd'hui, ce n'est peut-être pas le cas —, il est loin d'être évident qu'une telle politique soit toujours souhaitable.

• *Plus les liens financiers internationaux sont étroits, plus une coordination institutionnalisée est nécessaire.* En d'autres termes, si les Européens détiennent davantage d'actifs américains sous forme d'investissements directs étrangers et de prises de participation et vice versa, l'Europe sera plus directement intéressée par la croissance des États-Unis et vice versa. Si le risque de contagion internationale est plus élevé, la coordination des politiques monétaires doit être renforcée. Mais ce n'est pas nécessairement le cas. Les liens internationaux sous forme d'investissements et de prises de participation encouragent déjà les autorités à considérer les effets de leur politique monétaire sur l'économie mondiale, avec ou sans coopération centralisée.

Le fond du problème, cependant, c'est que la politique monétaire est la plus efficace lorsqu'elle est ciblée, et qu'elle ne peut être utilisée pour régler tous les problèmes. En dépit de toute la fascination et de tout le mystère qui entourent les décisions des banques centrales en matière de taux d'intérêt, la politique monétaire devrait avoir pour rôle principal de réduire au minimum les coûts économiques (en termes de perte d'efficacité) de la flexibilité imparfaite des salaires et des prix nominaux. En fait, si tous les prix et salaires étaient parfaitement flexibles, ils varieraient automatiquement pour compenser les chocs sur la demande, et toute politique de stabilisation monétaire serait superflue. Certes, les économies du monde réel affichent bien d'autres imperfections que la rigidité des prix, notamment les situations de monopole et l'imperfection de l'information. Cependant, comme la théorie macroéconomique moderne le démontre de manière décisive, la politique monétaire n'est en général pas très efficace face à de telles distorsions. Donc, dans la mesure où des politiques monétaires nationales non coordonnées arrivent déjà plutôt bien à réduire les coûts de la rigidité des prix et des salaires à l'échelle mondiale, une grandiose coordination internationale ne s'impose guère. Du moins, c'est ce que la plupart des modèles quantitatifs semblent montrer.

### Inconvénient de la coopération

Bien sûr, d'aucuns peuvent avancer qu'il vaut peut-être quand même la peine de coordonner l'action internationale, même si

les avantages à en tirer sont modestes. C'est peut-être vrai, si ce n'est que, dans le monde réel, le fait que les grands pays cherchent à institutionnaliser la coordination du processus décisionnel monétaire pourrait facilement les entraîner bien loin de concepts idéalisés de coopération. Dans le pire des cas, il se peut qu'une volonté de créer une nouvelle institution qui assurerait la coordination internationale des politiques monétaires provoque un débat politique qui pourrait annuler certaines grandes avancées observées récemment dans la conception de la politique monétaire, par exemple en réduisant l'indépendance des banques centrales. Ou nous pourrions finir par suivre un plan mal établi. Même si une nouvelle institution internationale était bien conçue, il y aurait probablement une période de transition pendant laquelle les marchés se familiariseraient avec l'institution, et pendant laquelle aussi une plus grande incertitude et une plus faible crédibilité pourraient annuler les avantages tirés de la coordination. Il est clair que la Banque centrale européenne a eu du mal à se faire sa place et a dû renforcer sa crédibilité et affiner sa stratégie de communication. Donc, si nous allons modifier le modèle de politique monétaire du G-3, nous devons nous assurer que les avantages à long terme sont substantiels. Malheureusement, le récent débat empirique porte à croire que ce ne sera pas le cas.

Il est à noter que nous ne savons pas encore comment le reste du monde (en dehors des États-Unis, du Japon et de la zone euro) tirerait profit d'une coordination au niveau du G-3 : il s'agit certainement d'une question qui mérite d'être étudiée plus avant. Mais il faut se rappeler que, comme nous l'avons déjà noté, une coopération des banques centrales pourrait accroître la volatilité, et non la réduire. Par ailleurs, selon une étude récente (Reinhart and Reinhart, 2002), la volatilité des taux d'intérêt au sein du G-3 nuit aux pays en développement bien plus que celle des taux de change.

Pour le moment, voici mon avis : avec trois banques centrales (techniquement) efficaces — celles du G-3 — qui se préoccupent essentiellement de la prospérité de leur propre pays, il s'avère qu'une bonne partie de ce que la politique monétaire peut accomplir est réalisée. Sur la base des études existantes, il est très difficile de démontrer qu'une coordination plus étroite de la politique des taux d'intérêt au sein du G-3 présenterait de grands avantages, même dans un monde idéal, une fois que les institutions de politique monétaire dans les trois régions sont bien structurées. C'est sur l'amélioration des institutions monétaires nationales et de l'exécution des politiques monétaires nationales que nous devrions concentrer nos efforts. ■

#### Bibliographie :

- Ronald I. McKinnon, 1984, *An International Standard for Monetary Stabilization* (Washington: Institute for International Economics).
- Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, 2002, "Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (May), p. 503–36.
- Carmen Reinhart and Vincent Reinhart, 2002, "What Hurts the Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility?" in *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, edited by Sebastian Edwards and Jacob Frenkel (Chicago: University of Chicago Press and the NBER). Voir également «*Quel est le pire pour les marchés émergents : la volatilité des taux de change ou celle des taux d'intérêt?*», *Finances & Développement*, mars 2002.
- Kenneth S. Rogoff, 1985, "Can International Monetary Cooperation Be Counterproductive?" *Journal of International Economics*, Vol. 18 (May), p. 199–217.