

Marc-Antoine Autheman

LES CONSEILS DU FMI EN MATIÈRE DE POLITIQUE DE CHANGE

Les statuts donnent au FMI plusieurs titres à intervenir en matière de politique de change, même s'il va de soi que la nature de ces interventions est moins opérationnelle et moins normative qu'avant l'effondrement du système de Bretton Woods. Il reste que l'Article I des Statuts assigne au Fonds l'objectif de « promouvoir la stabilité des changes, de maintenir entre les Etats membres des régimes de change ordonnés et d'éviter les dépréciations concurrentielles des changes ». De même, l'Article IV, section 4 laisse ouverte la possibilité — comme pour rappeler les actionnaires à leurs devoirs, ou simplement pour attester d'un passé plus actif — « de décider, à la majorité de 85 %... que les conditions économiques internationales permettent la mise en place d'un système généralisé de régimes de changes reposant sur des parités stables mais ajustables... ».

L'apparence de l'action du Fonds en matière de politique de change est contrastée : fermeté du diagnostic, volonté de prévenir les risques d'échec dans l'exercice par le FMI de sa conditionnalité ; souplesse et prudence dans l'exercice par le Fonds de sa mission de surveillance.

Deux grandes catégories de critique sont généralement faites au FMI : la surveillance est inégale — la fermeté des prescriptions serait une fonction inverse de la taille des quotes-parts — ; le FMI a abandonné, en faisant preuve d'un « flexibilisme » militant, sa mission d'origine.

Il semble pourtant que ces reproches manquent leur cible. Il est finalement gratuit et assez inopérant de s'indigner contre le fait que la surveillance soit inégale car une telle inégalité est dans la nature des choses. La référence à une mission d'origine relève de l'illusion. Contre le mythe de « l'âge d'or », on rappellera que dans cette brève période, le FMI a davantage été l'instrument d'un unilatéralisme monétaire, lié à la prééminence absolue du dollar, que celui d'un accord multilatéral.

Le débat me semble donc être ailleurs.

La politique de change a pour le FMI un statut différent des politiques monétaire et budgétaire : les secondes se voient assigner des objectifs finaux

— la stabilité monétaire, l'équilibre des finances publiques — s'inscrivent dans une logique de crédibilité à moyen terme de la politique économique ; la première a une fonction instrumentale : elle est tendue vers la réalisation d'objectifs intermédiaires.

La politique de change n'est pas élevée au statut de politique économique de premier rang, sa réalisation immédiate — la stabilité monétaire externe — n'ayant en général pas valeur d'impératif catégorique, soit parce qu'elle est souvent considérée comme un luxe — pays-sous programme — soit parce qu'elle est jugée irréaliste compte tenu de l'état actuel de l'économie mondiale — grands pays industrialisés —.

La politique de change a donc une fonction supplétive — mais pour autant pas négligeable — dans l'appareil des politiques macroéconomiques.

Mon expérience est que le FMI témoigne de plus de réalisme que de dogmatisme dans sa conditionnalité, mais aussi de plus de prudence que de fermeté dans l'exercice de sa mission de surveillance.

Dans l'application concrète de la conditionnalité, les exigences en matière de politique de change ne suivent pas une norme intangible, qu'elles soient « flexibiliste » ou « fixiste » : elles varient, en fonction de l'ambition assignée aux programmes.

- Les services du FMI font usage d'un pragmatisme sans restriction dans l'utilisation de la politique de change comme instrument, parmi d'autres, d'un programme de stabilisation. Sur trente-six pays sous programme de 1988 à 1991, quinze ont utilisé sous des formes diverses l'ancrage nominal externe à un moment ou à un autre. Mais dans d'autres programmes, la flexibilité du taux de change a été soit acceptée, soit recherchée par le FMI.

- En fait, la stratégie de change prônée par le FMI reflète à la fois le degré d'ambition du programme et le souci du Fonds de ne pas affronter imprudemment la mémoire du marché.

L'enjeu d'un programme est la définition d'un cadre macroéconomique suffisamment contraignant pour rétablir un équilibre des paiements extérieurs.

Le taux de change peut-être utilisé soit comme une contrainte d'ajustement supplémentaire (ancrage nominal), soit au contraire comme une variable d'ajustement (flexibilité). Lorsque la première option est choisie, elle peut naturellement revêtir plusieurs formes : des mécanismes les plus stricts comme un Currency Board ou la Zone Franc à des formules plus souples comme le rattachement informel ou le crawling peg...

Le rapport sur les Perspectives économiques mondiales de mai 1994 atteste clairement de cet éclectisme de la conditionnalité en matière de politique de change : « ...tant qu'un programme crédible d'ajustement budgétaire durable est en place, l'ancrage sur le taux de change peut accroître la crédibilité des

mesures de stabilisation, surtout quand la disciplines monétaire s'appuie sur un dispositif institutionnel tel qu'une Banque centrale indépendante ou un office des changes...

Dans cet exercice, le FMI détermine la stratégie de change appropriée en fonction de son appréciation du degré de crédibilité du programme en matière monétaire et budgétaire ; il a également le souci de ne pas heurter la mémoire du marché, c'est-à-dire le souvenir de tous les engagements transgressés. Le Fonds veille ainsi à ne pas recourir à la variante « haute qualité » dans un programme lorsque les conditions de la confiance manquent ou ne sont pas solidement établies : premiers stades de l'ajustement, absence ou défaillance du paramètre-clef que constitue le redressement des finances publiques, taux de change de départ manifestement inadéquat ou encore refus de surcharger l'ajustement interne en cas de choc externe des termes de l'échange...

La préférence pour une stratégie « flexibiliste » peut également s'expliquer, dans certains cas, par la volonté de ne pas geler un prix faux, par exemple de ne pas figer une parité qu'une « transformation systémique » a rendue inadéquate (cf. certains pays en transition).

Loin de sacrifier à un quelconque dogmatisme, la définition de la stratégie de change d'un pays sous programme répond au souci de déterminer à partir de quel degré d'ambition et d'engagement des autorités, une stratégie d'ancre nominale fournit un effet de levier positif — et non plus négatif — à la crédibilité de leur action.

La flexibilité des changes constitue donc une protection pour les programmes aux objectifs mesurés ou à la mise en oeuvre aléatoire. On peut toutefois regretter que ce pragmatisme, toujours justifiable au cas par cas, ait conduit le FMI à se satisfaire de résultats médiocres en matière d'inflation. L'expérience montre que les programmes utilisant la contrainte du taux de change réussissent mieux que les programmes flexibles à faire reculer l'inflation, lorsqu'il sont mis en oeuvre sans défaillance.

- Il convient d'ajouter que, dans un contexte de rationnement des financements internationaux et de difficulté accrue en matière de crédibilisation des engagements de change, la souplesse dans l'utilisation de la politique de change sert de réducteur du besoin externe — et aussi du niveau de risque consenti par la Communauté internationale.

A contrario, ce n'est pas un accident si l'on assiste à un regain d'intérêt pour les stratégies d'ancre nominal externe concomitamment avec un relèvement des limites d'accès du FMI à ses facilités (je me réfère à la décision prise le mois dernier de porter de 68 % à 100 % des quotes-parts la limite annuelle d'accès aux ressources du FMI dans le cadre des accords de confirmation).

Trois éléments ressortent des débats récents au Conseil d'Administration du FMI sur les politiques d'ancre nominal externe :

— la reconnaissance des succès spectaculaires de ces politiques (Argentine, Mexique, Chili, Estonie...) tout particulièrement dans les pays à hyperinflation, lorsqu'elles servent à soutenir des politiques budgétaires rigoureuses ;

— les résultats ambigus des politiques d'ajustement sans instrument des disciplines externe : assez rapides du point de vue de l'équilibre extérieur, très médiocres du point de vue de l'inflation ;

— l'adoption d'une politique d'ancrage nominal nécessite la mise à disposition d'un soutien financier international important, que ce soutien soit effectivement utilisé ou non. Plus que jamais, compte tenu de la fluidité et de la réactivité des marchés financiers internationaux, l'intervention du FMI doit être conçue de manière à « catalyser » des financements privés qui seuls permettront la stabilisation durable de la monnaie.

La notion de programme fort — et les politiques d'ancrage nominal externe en sont une composante clé — met en jeu un arbitrage entre la maximisation des gains macroéconomiques escomptés et la minimisation des risques de défaillance : tout programme, quelle que soit sa conditionnalité, affiche une espérance de gain macroéconomique à peu près équivalente. Dans un programme à forte conditionnalité, la maximisation du gain potentiel est associée à une minimisation de la sécurité de mise en oeuvre : une stratégie d'ancre nominale est constitutive d'une conditionnalité exigeante, mais est également de nature à amplifier le risque d'échec...

Cependant, il ne faudrait pas croire que le FMI ou les Etats membres soient totalement maîtres du niveau souhaitable de conditionnalité : certaines situations de départ — je pense au cas de l'hyper-inflation — ne laissent pas de latitude au FMI dans la conception de son programme. Il y a parfois un cycle logique de la conditionnalité : à situation très dégradée, conditionnalité sévère ; à conditionnalité sévère — incluant une contrainte de change ambitieuse —, financements multilatéraux majorés...

Par conséquent, il convient, dans l'analyse des conseils du FMI aux pays sous programme, de rendre justice à son éclectisme opérationnel : il n'y a pas d'a priori théorique — dans un sens ou dans l'autre — ; il n'y a que des situations politiques et économiques de départ différentes qui imposent des degrés de conditionnalité différents.

C'est ainsi que la même institution peut soutenir des programmes opposés, selon que le taux de change serve de contrainte ou de variable d'ajustement. Ce pragmatisme me paraît inévitable. Ce qui me paraît à éviter, c'est son idéalisation. La flexibilité du taux de change est un moindre mal, préférable à l'absence de tout programme et donc de redressement macroéconomique ; ce n'est pas la meilleure solution. C'est la conviction que j'exprime au Conseil d'Administration, quitte à heurter parfois l'inclinaison naturelle de certains de mes collègues.

Dans sa mission de surveillance, le FMI se montre tenté par un agnosticisme qui le protège efficacement contre la chimère d'un retour à l'âge d'or, mais risque de lui faire méconnaître les responsabilités nouvelles que lui crée l'interdépendance financière.

• Le FMI d'aujourd'hui n'est pas l'héritier de celui de Bretton Woods ; il n'en est que le successeur : il se situe dans un environnement de taux de changes flexibles auquel il adhère.

Cette adhésion n'est pas à regretter, la preuve ayant été administrée qu'il n'existe pas de mécanisme propre à discipliner la politique économique des grands pays, et en particulier des Etats-Unis en fonction des intérêts collectifs du monde. Le flottement protège l'Europe en lui assurant une autonomie relative.

Le FMI est préoccupé de ne pas paraître entretenir la nostalgie d'un retour aux changes fixes ; ceci explique en partie sa très grande prudence face à toute proposition un peu audacieuse de réforme du Système monétaire international.

Mais cette adhésion le pousse à négliger certaines évolutions. D'où le paradoxe suivant : le FMI était l'organe de production de règles internationales quand l'interdépendance économique, financière et monétaire était limitée : il tend aujourd'hui, dans un contexte de globalisation économique, financière et monétaire, à recommander des approches nationales et discrétionnaires.

Le consensus au sein du FMI, en matière de surveillance, repose sur trois piliers :

- le flottement des changes fournit des marges d'aisance aux marchés et aux politiques économiques, et autorise la déconnexion des cycles.
- la liberté des mouvements de capitaux et la globalisation financière sont des événements historiquement plus importants que l'abandon des parités fixes.
- une réhabilitation partielle de la surveillance multilatérale a été opérée par l'action du G7.

S'appuyant sur ce consensus, le FMI se fait l'avocat de la modestie et du statu quo. Il considère que son rôle est d'encourager chaque grands pays à mettre en place les bonnes politiques internes, et qu'ainsi le bien-être collectif sera, sinon assuré, du moins amélioré.

Le FMI valorise la coordination des politiques économiques, dans une perspective de moyen-terme : s'assurer que les écarts de politique conjoncturelle restent à l'intérieur des bornes qui en préservent la crédibilité.

Mais, le FMI s'en tient à une conception limitée de la coordination et manifeste une certaine réticence à s'exprimer en matière de taux de change. Cette réticence convient au G7, qui accepte les conseils mais qui naturelle-

ment préfère qu'ils restent secrets. Des conseils publics seraient-ils plus efficaces ? Ce n'est pas évident. Ils risqueraient, dans certaines circonstances, d'alimenter les tensions sur les marchés et de rendre plus difficile la coordination.

Il a néanmoins influencé la doctrine du G7 sur deux points importants :

— d'une part à travers la dénonciation des erreurs manifestes des marchés (les « misalignements ») et donc de l'idée que les taux de change sont des prix entièrement libres : il y a des déséquilibres excessifs qu'il est de la responsabilité des autorités monétaires de corriger ;

— d'autre part dans le rappel obstiné de la priorité de la lutte contre l'inflation : l'idée même de stabilité des changes n'a aucun sens si elle ne prend pas appui sur un consensus pour préserver la stabilité des prix.

Au total, les précautions du FMI tiennent plus à son réalisme qu'à un refus de se prononcer sur la validité des politiques nationales. Il reste qu'en penchant dans le sens de la prudence ainsi que le veulent les principaux pays industrialisés, le FMI prend un risque : des politiques économiques apparemment appropriées du point de vue de l'analyse de la seule situation nationale peuvent avoir des répercussions négatives importantes sur d'autres pays, et, à moyen terme pour le pays en question compte tenu de l'interdépendance des marchés et des économies.

♦ Peut-on se satisfaire de cet état de fait ?

Il est sage pour le FMI de ne pas être présomptueux et de se garder d'adopter un rôle différent de celui que veulent lui donner ses principaux membres.

Pour autant, il faut veiller à ce que le FMI ne méconnaisse pas les obligations que créent les nouvelles conditions de l'interdépendance financière et monétaire.

En premier lieu, je distinguerai schématiquement, depuis 1973, deux périodes. A l'illusion de la liberté (le marché trouve tout seul le bon taux de change, et le libre flottement garantit une totale indépendance des politiques 1973/85) a succédé dans une certaine mesure une illusion de la facilité.

Le système de coordination implicite qui s'est développé à partir de l'accord du Plaza a l'avantage de réduire la pression des marchés sur les autorités économiques et monétaires en entretenant une ambiguïté sur le contenu exact de la coordination, et donc un risque pour toute prise de position spéculative.

Mais il ne suffit pas de recommander à chacun de tenir sa maison en ordre et de compter sur l'effet salutaire de la pression opérée par la liberté des mouvements des capitaux pour discipliner les politiques économiques.

En fait, la surveillance multilatérale des dix dernières années a été plus efficace pour dénoncer ou prévenir le risque créé par les politiques monétaires laxistes que pour influencer positivement les trajectoires budgétaires. La surveillance du FMI s'est calquée sur le rythme de celle des marchés, dont les

délais de réaction à une inflation suscitée par des politiques de facilité monétaire ont été plus brefs que pour l'inflation engendrée par des politiques de facilité budgétaire.

Il y a aujourd'hui un paradoxe de la crédibilité : en dépit de pressions inflationnistes contenues, de fluctuations finalement modérées sur le marché des changes, la remontée des taux de long terme des douze derniers mois — qui a pris de court tous les experts et institutions — reflète en partie un défaut structurel de crédibilité. En l'absence de contrainte ou de règle collective, il n'y a aucune garantie qu'une politique économique anti-inflationniste soit durablement maintenue. Bien sûr, une règle collective ne constitue pas une garantie parfaite mais elle rend plus difficiles, car plus coûteux, les écarts de politique économique.

La question de l'évolution du Système monétaire international n'est pas de renouer avec un « âge d'or » des parités fixes (mythe irréalisable et donc dangereux), mais de réduire les marges de discrétion et donc les incertitudes.

Un deuxième domaine dans lequel le FMI a sans doute « pêché par défaut » est l'accompagnement du projet européen d'Union Economique et Monétaire. En dépit des analyses pertinentes de ses services et de l'intérêt intellectuel manifesté depuis quelques temps pour les accords de change régionaux, le FMI conserve un fond de scepticisme quant à la viabilité d'un système de changes stables.

La tendance dominante reste de juger téméraire une tentative — le SME — heurtant l'expérience des vingt dernières années : l'immutabilité d'un système de changes stables ne peut produire que des « surévaluations » ; tôt ou tard, la logique du « triangle d'incompatibilités » (entre politiques monétaires nationales, liberté des mouvements de capitaux et stabilité du taux de change) finira par prévaloir.

Or, c'est la méconnaissance d'un des principes du SME qui a provoqué son ébranlement : c'est parce que des surévaluations prolongées de taux de change réels n'ont pas été corrigées par des réalignements (livre, lire, peseta) que la liberté des mouvements de capitaux a déclenché des crises de change.

Le projet monétaire européen a résisté aux chocs de la réunification allemande et de la récession européenne. Le FMI est une institution trop pragmatique pour ignorer ce fait. Il saura, à mon avis, apporter sa contribution à l'analyse des conditions d'une transition réussie vers l'Union monétaire en Europe. Ceci le conduira à s'interroger un jour ou l'autre sur la force de transformation potentielle du Système Monétaire International que constitue l'émergence d'une monnaie européenne à côté du dollar.

Enfin, la réappropriation par le FMI des politiques de change dans le cadre d'une mission de surveillance (et aussi de la question de la lutte contre le chômage) est la condition indispensable pour qu'il demeure une institution utile et « vivante ».

Le FMI est en effet menacé d'être victime de son succès s'il reste à l'écart des deux domaines de la politique économique dans lesquels il reste des marges de découverte intellectuelles et opérationnelles considérables ; le consensus international assigne de plus en plus des objectifs de moyen terme aux politiques monétaire (stabilité des prix) et budgétaire (maîtrise du déficit) : l'action économique est donc subordonnée à des règles de pilotage « automatiques » renforcées par le phénomène d'indépendance des Banques centrales et, dans le cas de l'Europe, par la règle des déficits budgétaires excessifs.

Le FMI doit prendre conscience que, faute d'approfondir les questions « connexes » — à supposer que le taux de change et le niveau d'emploi puissent être considérés comme connexes — il risque l'ankylose. Les questions de change au niveau international — mais aussi d'emploi au niveau national — demeurent des questions ouvertes, qui ne relèvent pas des « figures imposées ».

Les changements seront lents, davantage en raison de la difficulté à concevoir un autre équilibre monétaire international que de l'inertie intellectuelle présumée du FMI. Je crois que la principale force de changement réside dans l'évolution des marchés de capitaux qui teste en permanence la crédibilité des Banques centrales.

L'intégration du marché international des capitaux va en effet imposer de redéfinir les conditions de la surveillance multilatérale.

Aujourd'hui le sort commun est laissé entre les mains des autorités monétaires nationales. Or, l'interdépendance des marchés de capitaux a introduit une limite nouvelle au « nationalisme » économique et monétaire. Tenter de s'affranchir de cette limite, c'est risquer d'être sanctionné soit par de fortes variations du taux de change (jugées inacceptables depuis l'expérience du début des années 80), soit par une forte instabilité des taux d'intérêt à long terme.

Je crois que l'une des principales tâches du FMI dans les années à venir sera de comprendre le fonctionnement de ce marché mondial des capitaux en cours de formation, sur lequel s'échangent les actifs à long terme libellés dans les principales devises : quelle est la part des mouvements des prix relatifs de ces actifs imputables à des bulles spéculatives, à des surréactions ou plus simplement à la volatilité inhérente à tout mécanisme de formation des prix sur un marché très liquide ? Quelle est celle qui reflète des changements profonds dans les anticipations ou dans les fondamentaux mondiaux qui ne peuvent pas être détectés par l'analyse des seules données nationales ?

On constate, par exemple, une déconnexion croissante entre l'évolution des agrégats monétaires nationaux et celle des prix nationaux, qu'il s'agisse des prix des biens, des services ou des actifs financiers. Existe-t-il un lien, et si oui lequel, entre les politiques monétaires nationales et l'évolution des prix

des actifs internationaux que sont devenus les titres obligataires, qu'ils soient libellés en dollar, en mark, et dans les autres grandes devises ?

Plus généralement, le marché international des capitaux réduit l'autonomie des politiques monétaires nationales. On ne peut plus analyser les taux d'intérêt à long terme d'une devise comme s'ils restaient déterminés par l'évolution récente et anticipée de l'inflation et des taux d'intérêt à court terme de cette même devise.

Autre exemple : le concept de liquidité internationale qui a été au centre de toute la réflexion monétaire pendant la période de fonctionnement effectif du système de Bretton Woods a disparu de celle-ci à la suite de l'apparition des changes flottants. Il n'y avait d'ailleurs aucune raison de s'intéresser à un tel concept tant que l'on pouvait faire l'hypothèse que le système de changes flottants organisait l'autonomie des économies nationales et des marchés de capitaux nationaux.

Le moment me paraît venu de repenser cette question, en des termes différents de ceux de la fin des années 60 puisque le mécanisme de formation des liquidités internationales n'est pas le même selon que l'on se situe dans un régime de changes fixes et de faible mobilité des capitaux ou dans un régime de flottement contrôlé et de totale liberté des mouvements de capitaux.

Une autre évolution qui devrait conduire le FMI à recentrer sa réflexion sur la question des politiques de change se situe en dehors des pays industrialisés. Il s'agit de la situation des pays de plus en plus nombreux faisant l'expérience d'afflux considérables de capitaux. Les interrogations sur la riposte appropriée des politiques économiques à de tels afflux de capitaux (comment éviter que la confiance internationale mette en péril les politiques nationales de lutte contre l'inflation ?) ont conduit le FMI à remettre, dans de nombreux cas, la question de la politique de change au centre de son exercice de surveillance. Le poids croissant de ces pays dans l'économie mondiale donnera à ce débat une importance de plus en plus grande dans les années qui viennent.