

Réponse à une fiche de lecture

Michel Aglietta

Réponse à Henri Sterdyniak

*Fiche de lecture parue dans la
Revue de l'OFCE n° 66 / juillet 1998*

Henri Sterdyniak s'est livré à la lecture la plus attentive et la plus approfondie de mon manuel « *Macroéconomie Internationale* » depuis sa parution. Comme il est incontestablement l'un des meilleurs macroéconomistes de ce pays, et sans doute au-delà, l'intérêt qu'il a porté à cet ouvrage me convainc que l'énorme travail de préparation n'a pas été dépensé en vain. Henri Sterdyniak est connu pour le tranchant de ses jugements et ses critiques aiguës, quelquefois acerbes. Le commentaire publié dans la *Revue de l'OFCE* de juillet 1998 ne déroge pas à cette tradition bien ancrée. Mais il contient aussi des suggestions fort intéressantes dont certaines pourront être mises en œuvre si ce livre devait connaître d'autres éditions. Car cet ouvrage est largement perfectible, tant en extension à des thèmes dont la réalité elle-même se charge d'établir l'importance, qu'en approfondissement de questions traitées. Dans sa démarche critique, Henri Sterdyniak a opté pour une attitude positive; qu'il en soit ici remercié.

Il n'y a pas de « science normale » en macroéconomie, c'est-à-dire de corps de concepts acceptés et utilisés par tous les professionnels de la discipline, les avancées de la recherche se faisant aux marges du paradigme établi. Dans les disciplines où cela existe le rôle des manuels est d'enseigner la science normale de la manière la plus pédagogique possible. Dans notre discipline, un exposé tant soit peu systématique implique de choisir un point de vue théorique. En l'espèce, auteur et commentateur s'accordent sur le bien fondé de choisir un point de vue keynésien pour écrire un manuel de macroéconomie internationale. Reste la contrainte du manuel. Car il s'agit bien d'une contrainte. Le texte s'adresse à l'ensemble des étudiants de second et de troisième cycles, pas seulement à ceux qui sont familiers des mathématiques. Il ne peut présenter des questions actuellement fort controversées qui tiennent à l'avenir des sociétés salariales sous l'impact de la mondialisation. Henri Sterdyniak énonce de telles questions, qui me préoccupent aussi fortement. Mais elles sont actuellement abordées dans des études en cours, des essais et des documents de recherche. Des développements

sur les crises financières internationales et sur les liens entre vieillissement, épargne et transferts internationaux de capitaux pourront peut-être être introduits dans de prochaines éditions.

Venons-en au fond des critiques. Tout ouvrage de base en macroéconomie internationale se doit de présenter le cadre comptable dans lequel les transactions entre les pays sont enregistrées et organisées. L'enjeu économique est celui de la signification des soldes de la balance des paiements. Celle-ci n'est pas indépendante des degrés de l'intégration financière internationale. Le FMI en a pris acte qui a réformé substantiellement la structure de la balance des paiements. Les distinctions entre capitaux à court terme et capitaux à long terme, mais aussi bancaire et non bancaire, balance de base et balance globale sont devenues largement arbitraires et ne sont plus tenues pour pertinentes. Que reste-t-il d'important pour la modélisation macroéconomique ? Henri Sterdyniak nous dit que c'est l'encours des avoirs des résidents en devises et des non-résidents en monnaie nationale. C'est, en effet, ce dont dépend l'équilibre du marché des changes. Quant au solde net de ces variations d'avoirs, c'est (hors effets de valorisation) l'épargne financière nette de la nation. Cependant, parmi les agents résidents, la distinction entre l'ensemble des agents privés et de l'État dans ses fonctions financières d'un côté, de la banque centrale de l'autre est pertinente. La position nette de réserves (qui peut être négative), étant limitée vers le bas par la capacité d'emprunt, est un élément critique du fonctionnement des régimes de change autres que purement flexibles. La variation de la position nette de réserves, dont la contrepartie est la variation de la position monétaire extérieure de la banque centrale, est donc un solde significatif de la balance des paiements.

La critique de Henri Sterdyniak sur la détermination du taux d'intérêt pose de multiples problèmes dans le cadre d'un manuel de macroéconomie internationale. On sait qu'en doctrine l'auteur de la critique est un adversaire acharné des thèses monétaristes. Je le suis aussi, bien qu'il me paraisse indispensable de présenter ces thèses dans un ouvrage pédagogique. Mais Keynes l'était tout autant. C'est bien pourquoi le marché de la monnaie détermine chez lui le taux d'intérêt et pas le niveau général des prix. Dans un cadre formel général, qui est celui de Mundell-Fleming et qui ne vise pas à décrire les modes d'action de la politique monétaire, c'est selon moi le rôle du marché de la monnaie dans l'équilibre général qui est essentiel, pas la modalité particulière de formalisation du marché de la monnaie. Toutefois, l'influence du régime de change sur cette modalité est évidemment au cœur des questions traitées dans le manuel. En change fixe, le taux d'intérêt est lié au taux étranger et la masse monétaire est endogène. Aussi, lorsque Henri Sterdyniak parle de « la coïncidence que le taux qui équilibre le marché de la monnaie aux Pays-Bas est le même que celui qui équilibre le marché de la monnaie en Allemagne », sa critique est victime d'un surajus-

tement ! Il est clair que dans le manuel en change fixe crédible et parfaite mobilité des capitaux, le taux d'intérêt monétaire du pays est égal au taux étranger.

La question utile posée par la critique est la représentation de la politique monétaire dans un modèle Mundell-Fleming à changes flexibles. Le fait que ce soit un modèle à un seul taux d'intérêt dans chaque pays entraîne que c'est le taux d'intérêt qui influence la demande réelle. Ce n'est donc pas le taux d'intérêt instrument de la politique monétaire. Il s'ensuit qu'on ne peut pas le tenir pour exogène. Il faut, comme le dit Henri Sterdyniak, expliciter les déterminants du comportement de la banque centrale pour en déduire comment son impulsion se transmet à l'économie. Démarche à laquelle j'adhère tout à fait s'il s'agit d'étudier la politique monétaire des Etats-Unis ou de l'Allemagne pour elle-même. Mais les travaux empiriques sur la transmission de la politique monétaire montrent que les comportements des banques centrales sont idiosyncratiques. Si, par exemple, on la représente par une fonction de réaction, comment définir une fonction de réaction générale (moyenne?) qui puisse être incorporée dans un schéma à la Mundell-Fleming pour contraster des résultats généraux entre changes flexibles et changes fixes. Il y a là une sérieuse difficulté. Aussi, par rapport à mon objectif, je ne crois pas avoir repris une théorie de la détermination du taux d'intérêt « aussi banale que fausse ».

Le reste du commentaire critique prête moins à controverse entre nous. Henri Sterdyniak en profite pour présenter ses propres thèses avec lesquelles je suis pour la plupart d'accord. Ce n'est toutefois pas le cas des zones-cibles. Henri Sterdyniak accorde peu d'importance à cette innovation théorique. Ce n'est pas mon opinion. Les zones-cibles permettent d'étudier les régimes de changes intermédiaires entre les changes fixes et les changes flexibles, seuls considérés dans la littérature standard. Des indications empiriques de crédibilité du régime de change peuvent en être déduits qui permettent d'étudier le fonctionnement des régimes de change. Un demi-chapitre est consacré à l'étude du SME du point de vue du franc. L'usage des indicateurs tirés des zones-cibles permet d'identifier des phases de fonctionnement du SME pour le taux de change franc-mark. On y repère de quelle manière la prime de risque sur le franc a évolué et s'est réduite pour finir par disparaître. Il me semble donc difficile de comprendre pourquoi Henri Sterdyniak écrit que l'ouvrage n'analyse pas le fonctionnement effectif du SME. Est-ce parce que toutes les monnaies ne sont pas étudiées avec le même détail que le franc ? Est-ce parce que la méthode utilisée ne lui convient pas ?

Question méthode, il y a une suggestion dans la critique qui me paraît très juste et qui, si elle est adoptée dans une prochaine édition, comblera un manque. C'est la prise en compte de la littérature sur la coordination des politiques économiques qui est indispensable pour étudier les problèmes de l'UEM. En outre, un chapitre supplémentaire consacré à ce

thème compléterait utilement l'étude du SMI qui évolue vers un système à plusieurs devises concurrentes. Cependant cette approche n'épuise pas toute l'étude du SMI. Les approches structuralistes (chapitre XIII) pour mettre en évidence les principes d'organisation internationale et historique (chapitre XIV) pour rechercher une évolution de longue période liée à la démonétisation de l'or, sont aussi des domaines d'étude qui ont donné lieu à une littérature considérable.

Reste la question toujours aussi énigmatique de la dynamique du taux de change sur laquelle tout le monde s'interroge. Le chapitre qui lui est consacré se contente de présenter différents modèles susceptibles d'expliquer tel ou tel aspect de la grande variabilité des taux de change. Les modèles à hétérogénéité d'anticipations paraissent fructueux parce qu'ils montrent comment le marché combine des forces provenant d'opérateurs qui n'ont pas les mêmes fonctions d'utilité et, notamment, qui n'ont pas les mêmes horizons. Comment se fait-il que les imitateurs spéculent dans le sens courant du marché si celui-ci finit par revenir à un équilibre fondamental, se demande Henri Sterdyniak? La contrainte de liquidité pour des positions très courtes peut en être une raison, faisant apparaître comme non pertinentes les informations sur l'écart à la valeur fondamentale lorsque le temps de retour à l'équilibre est perçu comme bien supérieur à l'horizon de spéculation. Pendant la longue phase d'appréciation du dollar de 1981 à 1985, le panel de *The Economist* auprès des cambistes de grandes banques internationales était interrogé sur l'évolution du dollar à un an. En grande majorité ils anticipaient une baisse, mais tous avaient des anticipations haussières sur leurs positions courantes.

En ce qui concerne le pouvoir prédictif, les biais à terme observés sont souvent déroutants. L'utilisation des marchés d'option, montrant la grande variabilité de la volatilité implicite, l'existence de *risk reversals* et de queues de distribution épaisses du taux de change futur, pourrait être mobilisée dans une édition ultérieure. Quoiqu'il en soit et comme le dit Henri Sterdyniak, l'ouvrage est perfectible. Il faudra le remettre sur le métier.