

**UNIVERSITÉ DE NEUCHÂTEL**  
FACULTÉ DE DROIT ET DES SCIENCES ÉCONOMIQUES

**Les Etats-Unis et le système monétaire  
international: une analyse de l'asymétrie  
au niveau international**

**THÈSE**

PRÉSENTÉE A LA FACULTÉ DE DROIT ET DES SCIENCES ÉCONOMIQUES  
POUR OBTENIR LE GRADE DE DOCTEUR ÈS SCIENCES ÉCONOMIQUES

PAR

**TONY VOGT**



**Peter Lang**  
Berne · Francfort-s. Main · New York  
1983

**Monsieur Tony VOGT est autorisé à imprimer sa thèse de doctorat ès sciences économiques intitulée «Les Etats-Unis et le système monétaire international : une analyse de l'asymétrie eu niveau International».**  
**Il assume seul la responsabilité de opinions énoncées.**

**Neuchâtel, 2 mai 1983**

**Le doyen  
de la Faulté de droit  
et des sciences économiques**

**Jean-Pierre Gern**

**© Editions Peter Lang SA, Berne 1983  
Successeur des Editions  
Herbert Lang & Cie SA, Berne**

**Tous droits réservés. Réimpression ou reproduction interdite par  
n'importe quei procédé, notamment par microfilm, xérogaphie,  
microfiche, microcarte, offset, etc.**

**Impression: Weihert-Druck GmbH, Darmstadt (RFA)**

## REMERCIEMENTS

---

Un tel ouvrage est redevable de plusieurs catégories de sources. Du côté de l'intérêt pour l'approche pluridisciplinaire des problèmes économiques, je dois beaucoup aux professeurs de l'Université de Neuchâtel. Du côté de l'aspect politique ma plus grande reconnaissance va aux professeurs et étudiants de la School of Advanced International Studies de la Johns Hopkins University. Parmi ces derniers, je tiens à remercier tout spécialement J. Carlos JOVE et Michael W. LIKALA qui, mis à part des discussions stimulantes, m'ont fourni une somme énorme d'informations sur le système politico-économique américain que l'on ne peut trouver dans les bibliothèques et sans lesquelles je n'aurais pu entreprendre ce travail.

Le nom du professeur Jean-Louis JUVET n'est que rarement cité en référence, malgré sa contribution majeure à la réalisation de cette analyse. Outre les nombreux conseils qu'il me prodigua en tant que directeur de thèse, son influence fut certainement plus grande encore lors de ses cours et séminaires durant lesquels est né mon intérêt pour l'économie politique internationale. Je tiens aussi à exprimer ma gratitude au professeur René ERBE, co-rapporteur de thèse, qui a su me communiquer son enthousiasme pour la question monétaire.

Je n'en finirais pas avec ces remerciements si je devais citer les noms de toutes les personnes qui ont contribué directement ou indirectement à la réalisation de ce livre. Pourtant, je mentionnerai encore Jean-François GOLAY, François REBER et Jean-Marc WAELTI qui, pour avoir lu et commenté certaines parties de mon manuscrit, m'ont rendu un service appréciable lors de la rédaction finale.

En dernière analyse, ce livre est dû pour une grande part à mes parents et à mes amis qui ont accepté et encouragé ce travail sans relâche.

La Chaux-de-Fonds, décembre 1982

## TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION	1
1. Remarques générales et méthodologiques	1
2. Choix du sujet	2
3. Introduction	3
PREMIERE PARTIE : la politique américaine et l'évolution du système politico-économique interna- tional	9
CHAPITRE 1. - De la création de Bretton Woods à son éclatement	11
1. La création du système	11
2. La période Eisenhower	13
3. La période Kennedy	14
4. La période Johnson	17
5. Note sur l'inflation	19
5.1. Le déficit de la balance des paiements	19
5.2. Le système de l'étalon-dollar	21
6. Le début de la période Nixon	21
CHAPITRE 2. - Le flottement des monnaies, éléments théoriques	26
1. Intégration économique internationale	26
1.1. Intégration du marché réel ou la parité des pouvoirs d'achat	28
1.1/1 Introduction et revue succincte de la littérature	28
1.1/2 La PPA-tautologie	30
1.1/3 La théorie de la PPA selon l'approche monétariste	31
1.1/4 La PPA et la structure des économies	33
1.1/5 PPA et économétrie	34
1.15/1 Efficience du marché des changes	35
1.15/2 Tests de la validité de la doctrine de la PPA	36
1.15/3 Prix et taux de change : test de causalité, ou l'hy- pothèse des cercles vicieux et des cercles vertueux	37
1.1/6 L'évaluation du taux de change d'équilibre	37
1.1/7 Conclusions concernant la PPA	41
1.2. Intégration du marché financier ou la parité des taux d'intérêt	42
1.2/1 Définition	43
1.2/2 La parité fermée des taux d'intérêt	44
1.2/3 La parité ouverte des taux d'intérêt	46

1.2/4	Parité et taux d'intérêt réel	49
1.2/5	Conclusions concernant l'intégration financière	50
1.3.	Théories de la détermination des taux de change	52
1.3/1	Approche psychologico-spéculative	53
1.3/2	Approche économique	55
1.32/1	Approche traditionnelle	55
1.32/2	Approche par le marché des actifs financiers	55
1.322/1	Approche monétaire	56
1.3221/1	Modèles monétaristes	57
1.3221/2	Modèles de surréaction	58
1.3221/3	Evolution récente et conclusion concernant l'approche monétaire	61
1.322/2	Approche par le phénomène de substitution des monnaies	62
1.322/3	Approche par l'équilibre des portefeuilles	63
1.4.	Conclusions concernant l'intégration économique internationale	65
2.	Théorie des systèmes monétaires internationaux	68
2.1.	Le seigneurage	68
2.1/1	Existe-t-il vraiment ?	69
2.1/2	Ne tente-t-on pas d'y échapper ?	72
2.1/3	Le flottement des monnaies résoud-il le problème ?	74
2.2.	La redondance ou le problème n-1	76
2.3.	La coordination	78
2.4.	Conclusions concernant la théorie des systèmes monétaires internationaux	82
CHAPITRE 3.	- L'expérience du flottement des monnaies	84
1.	La donne Nixon - Kissinger	84
1.1.	Relations monétaires internationales	85
1.2.	Politique commerciale	86
1.3.	Politique énergétique	87
2.	Carter ou la continuité	88
3.	L'ère Volcker	90
3.1.	Carter - Volcker	90
3.2.	Reagan - Volcker	91
CHAPITRE 4.	- Conclusions de la première partie	93
DEUXIEME PARTIE :	la Reaganomie en économie ouverte ou le problème des taux d'intérêt	97
CHAPITRE 5.	- Présentation du système économique relationnel en économie ouverte	99
1.	La politique monétaire	100
2.	La politique budgétaire	102
3.	Les besoins d'emprunt du secteur public	104
4.	Le modèle en économie ouverte ou le marché international des capitaux	104
5.	Les interférences politiques	105
6.	Remarques finales	106

CHAPITRE 6. - La politique monétaire américaine	108
1. Le débat théorique sur la question monétaire	109
2. Les modalités du fonctionnement de la politique monétaire américaine	110
3. Les premières réactions étrangères	113
4. Les réactions intérieures	115
4.1. Politique monétaire trop stricte	115
4.2. Politique monétaire pas assez stricte	115
4.2/1 Les remèdes techniques	117
4.2/2 Le remède institutionnel	119
4.3. Monétisation de la dette publique	121
4.4. La défense du Fed	123
5. Le rôle des anticipations selon N. Wallace et T. Sargent	126
6. Conclusions concernant la politique monétaire américaine	127
6.1. Conclusions d'ordre technique	128
6.2. Conclusions d'ordre théorique	128
6.3. Conclusions d'ordre politique	128
CHAPITRE 7. - La politique budgétaire	131
1. Régénération du potentiel d'offre	131
2. La bombe budgétaire	134
3. Les Besoins d'Emprunt du Secteur Public	136
4. Financement du déficit budgétaire et contrôle monétaire	139
4.1. Les différentes manières de financer les BESP	141
4.2. Remarques concernant l'éviction	142
4.3. L'expérience de 5 pays de l'OCDE en matière de financement du déficit budgétaire	143
4.3/1 Pays dotés d'un système de contrôle monétaire du type I	143
4.31/1 Les Etats-Unis	143
4.31/2 Allemagne	145
4.3/2 Pays dotés d'un système de contrôle monétaire du type II	146
4.32/1 Japon	146
4.32/2 France	147
4.32/3 Royaume-Uni	149
5. Conclusions concernant la politique budgétaire	151
CHAPITRE 8. - Les problèmes de liquidité, ou l'issue de la Reaganomie	152
1. L'impact sur les Etats-Unis	152
1.1. Les effets sur la liquidité du secteur privé	152
1.2. Tendances au raccourcissement de l'échéance des emprunts	155
1.3. Les causes du raccourcissement de l'échéance des emprunts	157
2. L'impact sur les marchés internationaux de capitaux	159
3. L'impact international	163

3.1. France	164
3.2. Allemagne	166
3.3. Royaume-Uni	168
3.4. Japon	170
CHAPITRE 9. - Conclusions de la deuxième partie	174
TROISIEME PARTIE : les aménagements	177
CHAPITRE 10. - La théorie de l'équilibre macroéconomique national	179
1. Evolution de la théorie	179
1.1. James Meade : première version	179
1.2. Le modèle de Mundell et Fleming	181
1.2/1 Le modèle et le système monétaire	183
1.3. James Meade : une réinterprétation	184
1.3/1 Taux d'intérêt réels	185
1.3/2 Taux de change effectif réel	186
2. La définition du taux d'intérêt réel ou la mesure des anticipations	186
3. Conclusions concernant la théorie de l'équilibre macroéconomique national	187
CHAPITRE 11. - Test de validité de l'outil théorique	189
1. Remarques préliminaires d'ordre technique	189
2. Commentaire général	190
3. Commentaire par pays	190
3.1. Royaume-Uni	190
3.2. France	192
3.3. Allemagne	193
3.4. Japon	195
3.5. Les Etats-Unis	196
3.6. Remarques finales	197
CHAPITRE 12. - Les aménagements du système monétaire international	199
1. Les différents principes d'organisation	199
1.1. L'automatisme	199
1.1/1 L'étalon-or	199
1.2. La supranationalité	201
1.3. L'hégémonie	201
1.3/1 L'hypothèse de responsabilité	203
1.3/2 L'hypothèse de légitimité	204
1.3/3 L'asymétrie	205
1.4. La coordination	206
2. Conclusions concernant le système monétaire international	207
2.1. L'intervention	209
2.2. Les taux de référence	210
CHAPITRE 13. - Conclusion	212
Annexes	215
Notes et bibliographie	232

## INTRODUCTION

---

### 1. Remarques générales et méthodologiques

Avant de présenter plus spécifiquement cette étude, je désire émettre quelques remarques d'ordre général quant à mes sources de référence. Dans leur quasi-totalité, elles sont d'origine anglo-saxonne et rarement traduites, ce qui m'a conduit à adapter en français les citations et autres références que l'on retrouvera tout au long du texte. De plus, la littérature anglo-saxonne prend généralement une forme économétrique, dans la tradition de la science économique américaine. Malgré cela, j'ai tenté de présenter un texte comportant un minimum d'expressions mathématiques et d'idiotismes franglais.

Le sujet traité sous le titre "Les Etats-Unis et le système monétaire international, une analyse de l'asymétrie au niveau international" peut être abordé sous divers aspects :

- économétrie pure,
- théorie économique,
- finance internationale,
- science politique.

Intéressé par chacune de ces approches, j'ai tenté de ne pas me limiter à une seule d'entre elles. Cela fait peut-être l'originalité de ce travail dans lequel sont intégrés quatre aspects qui, jusqu'à présent, ont divisé les experts et bien souvent aussi les opinions.

Bien sûr, une telle option n'a pas facilité l'élaboration de ce travail puisque chacun de ces quatre aspects fait appel à une méthode propre d'analyse. L'économètre se sert d'équations pour étayer son approche et de tests statistiques pour la vérifier. L'économiste construit pas à pas, chapitre après chapitre, un monde particulier d'hypothèses dans lequel il trouve les fondements d'une théorie. Le banquier, plus pragmatique, se méfie de la théorie et des déterminismes. Il préfère les faits et les chiffres aux relations de causalité plus complexes. Le politologue, enfin, s'intéresse aux options fondamentales, aux tendances historiques et aux forces des groupes de pression pour

construire une vision du monde qui lui permette de dépasser le cycle économique.

Face à une telle diversité d'approche, il faut plus que jamais mettre en question l'objectivité et la méthodologie employée en sciences sociales. Ces problèmes ont été abondamment traités dans la littérature [\*1] et il n'y a pas lieu d'y revenir ici. Selon Raymond Barre, l'économiste peut choisir entre deux attitudes possibles :

- ou bien travailler à partir d'une doctrine, confronter ses conceptions à la réalité et les soumettre à l'épreuve de la méthode scientifique. La doctrine doit fournir un appareil conceptuel, non des interprétations toutes faites;
- ou bien refuser tout engagement préalable et pratiquer la recherche désintéressée; chercher à savoir et non à apprécier, tout en n'ignorant pas l'aspect personnel de sa vision." [\*2]

J'ai fait mienne la seconde attitude, telle que définie par l'ancien Premier Ministre français. Cependant, il ne faut pas oublier qu'un jugement de valeur apparaît inévitablement dans la synthèse qui suit l'analyse. Si la doctrine est sous-jacente à la décision, " il ne s'en suit pas, écrit Maurice Merleau-Ponty, que toutes les décisions se valent, que celle qui a passé par l'examen des faits, la critique et la connaissance ne soit pas différente de celle qui les ignore, qu'il n'y ait pas un travail de la personne sur les faits et les motifs, qui l'enrichit, elle, et la change en même temps qu'il les éclaire. Il y aurait des décisions prérationnelles et des décisions surrationnelles, celles que l'on prend après avoir fait l'impossible pour y voir clair ... Il y a pour nous en vérité des différences immenses de plénitude, de valeur et d'intérêt entre des décisions, des jugements qu'on appelle à bon droit narcissiques et d'autres qu'il faut donc appeler objectifs". [\*3]  
C'est donc de cette objectivité-là que je me réclame tout au long de cette étude.

## 2. Choix du sujet

Mon intérêt pour les questions monétaires trouve son fondement dans un réflexe émotionnel qui a aiguillonné ma curiosité intellectuelle. En effet, venant d'une région horlogère, j'ai vu des amis et des parents perdre leur emploi à la suite d'une "crise monétaire". Les médias de cette époque expliquaient en effet ainsi, tant bien que mal, les causes de la surévaluation du Franc suisse et ses conséquences pour l'économie.

---

[\*1] Les chiffres notés de cette manière renvoient à la fin de l'étude où, classés par chapitre, ils correspondent à des notes ou à des éléments bibliographiques.

Depuis lors, le laboratoire réel dont rêvaient les économistes monétaristes pour tester leur théories s'est considérablement agrandi. Après l'éclatement du système de Bretton Woods, le monde a schématiquement connu une période de flottement pur jusqu'en 1978, puis deux ans de flottement contrôlé, avant de retourner à une plus grande liberté. D'autre part, durant cette même période, deux tentatives importantes de système de flottement concerté régional ont vu le jour : le Serpent et le Système Monétaire Européen (SME). Si le premier a connu diverses infortunes, le second semble plus solide, malgré les conditions très défavorables dans lesquelles il évolue. La partie du laboratoire qui a connu l'activité la plus intense est certainement celle que l'on a affectée à l'expérimentation de la conduite de l'économie par la gestion de la masse monétaire. En Suisse, par exemple, les autorités ont souvent modifié leur approche après une période de monétarisme le plus dogmatique. Dans d'autres pays, l'alternance politique a permis des expériences différentes en matière monétaire : Mme Margaret Thatcher (1979), M. Ronald Reagan (1980) et M. François Mitterrand (1981) doivent être cités comme exemples récents.

Cette conjoncture particulièrement favorable d'un point de vue analytique a évidemment été saisie par tous les spécialistes en économie internationale; ils ont alors abandonné les problèmes des flux réels pour se concentrer sur ceux des flux financiers. Ainsi, depuis une dizaine d'années, les livres et les articles ne manquent pas, bien que les conclusions fassent défaut parce que trop peu de personnes se sont intéressées à tenter une approche multidisciplinaire.

J'ai choisi de focaliser mon travail sur les Etats-Unis parce qu'ils sont au centre du système économique occidental. De plus, ayant étudié une année dans une université américaine, j'ai pu m'apercevoir combien les Américains admettaient difficilement l'existence d'une asymétrie dans l'organisation de notre système économique. Les Européens la ressentent plus aisément mais éprouvent des difficultés à en justifier l'existence théoriquement. Enfin, les commentateurs actuels des affaires économiques internationales semblent parfois avoir perdu leur sens critique. Trop souvent, une politique du "bouc émissaire" est employée pour expliquer les problèmes d'aujourd'hui. La cible favorite de ces deux dernières années étant les taux d'intérêt américains, cela constituait un élément de plus pour me pousser à étudier ce problème sous le titre "Les Etats-Unis et le système monétaire international, une analyse de l'asymétrie au niveau international".

### 3. Introduction

La PREMIERE PARTIE de ce travail (trois parties) traite de l'évolution du système politico-économique international, à la

lumière de la politique extérieure américaine.

Le CHATITRE 1 est consacré à l'évolution de la politique américaine depuis la fin de la Deuxième guerre mondiale jusqu'à l'éclatement du système de Bretton Woods. Son but est de démontrer l'inadéquation de la politique monétaire américaine à l'évolution des relations économiques et politiques internationales. Ignorant la dynamique économique, les responsables américains ont tenté de bloquer l'évolution politique afin de conserver les institutions monétaires qu'ils avaient créées après la guerre, pour se libérer de la contrainte économique extérieure et se consacrer avant tout aux exigences politiques et économiques intérieures. La pression qui a pesé de plus en plus lourd sur le système monétaire international, jusqu'à son éclatement sous l'administration Nixon, provient dès lors de l'incohérence, (l'irresponsabilité ou l'absurdité ?) des politiciens américains en matière de politique économique intérieure. Certains observateurs de la scène internationale, notamment les marxistes, pensent que cette incohérence était en fait délibérée et correspondait à la volonté de l'impérialisme américain de puiser, autant que possible, dans les ressources des pays alliés. Toutefois, ce type d'analyse néglige les conséquences catastrophiques pour le monde occidental, donc pour les Etats-Unis aussi, d'une bombe monétaire qui laisserait intact le bloc de l'Est. Les politiciens américains n'ont sans doute pas délibérément mal géré leur économie. Par contre, ils ont sous-évalué l'importance de certaines modifications structurelles, en raison notamment de la souplesse que leur offrait un système monétaire asymétrique. On pourrait ainsi dire que les Américains ont été les principales victimes de l'asymétrie qu'ils croyaient avoir créée en leur faveur.

Il ne faut pourtant pas oublier que le président Nixon a, avec l'appui massif des milieux universitaires, révolutionné les relations monétaires internationales en substituant au système de Bretton Woods un régime de taux de change plus ou moins flottants.

Comme l'économie monétaire est devenue beaucoup plus complexe depuis ce passage au flottement des monnaies, cela a entraîné une polarisation des opinions des commentateurs en deux camps bien distincts :

- le flottement est optimal et garantit une symétrie internationale;
- l'instabilité inhérente au flottement est nuisible et ne résoud en rien le problème de l'asymétrie internationale.

Le CHAPITRE 2 tente de fournir tous les éléments nécessaires à un choix objectif entre les deux options définies ci-dessus. Ce chapitre se divise en deux parties distinctes, l'une visant à

approcher le problème de la détermination des taux de change et l'autre celui des imperfections - dont l'asymétrie - du système monétaire international.

Le problème de la détermination des taux de change nécessite l'étude du degré d'intégration économique internationale, afin d'établir des hypothèses de travail quant au fonctionnement du marché et au comportement de ses agents. On verra que les notions, pourtant généralement admises, de parité des pouvoirs d'achat et de parité des taux d'intérêt ne peuvent être acceptées sans autres, puisqu'elles correspondent à des hypothèses soit infirmées par les faits, soit impossibles à vérifier. Ces notions, notamment celle de la parité des pouvoirs d'achat, permettraient de déterminer une structure internationale des taux de change d'équilibres. Le nouveau code de calculation proposé n'est pas aussi mécanique que les méthodes employées précédemment, mais il rapproche plus précisément les taux de change de la dynamique des structures économiques.

Les conclusions formulées sur l'intégration financière internationale sont très importantes. D'elles dépend la possibilité, ou l'impossibilité, pour un pays souverain d'adopter une politique monétaire efficace en régime de taux de change flottants. Notons en outre que, dans le cas d'un degré élevé d'intégration financière, il est fort probable que tous les pays n'aient pas le même poids dans la fixation des taux d'intérêt, une nouvelle source d'asymétrie étant créée.

Les éléments nécessaires à l'étude des théories de la détermination des taux de change sont ainsi rassemblés. Ils révèlent clairement le fonctionnement de la machine financière internationale et le comportement de ses opérateurs. L'enseignement le plus important que l'on puisse en tirer réside dans la négation des hypothèses de fonctionnement mécanique de l'Ecole monétariste. La magie de la gestion de la masse monétaire ne supporte ni l'épreuve des faits, ni le développement théorique. La politique monétaire retrouve alors la place qui lui est réservée, en tous cas pour ce qui concerne la valeur extérieure de la monnaie. On peut de plus espérer que si les économies parviennent à se revivifier, la théorie monétariste ne se remette pas de sa crise actuelle et disparaisse une fois pour toutes.

Les imperfections du système monétaire international devraient trouver une solution dans la théorie des systèmes internationaux se concentrant sur trois points : le seigneurage, la redondance ou le problème  $n-1$ , et la coordination. Le droit du seigneur en matière de création monétaire existe toujours; il est à la base des querelles qui accompagnent le débat concernant la création de liquidités internationales. En effet, être en mesure de créer une monnaie de réserve internationale constitue une nouvelle catégorie d'asymétrie dans le système monétaire international. Redondance et coordination sont deux no-

tions très fortement liées. Elles indiquent l'impossibilité pour tous les pays d'être simultanément en équilibre interne et externe, sans que certaines conditions soient réunies. Dans le système de Bretton Woods, la politique économique (policy-mix) américaine constituait une condition essentielle à cet équilibre et, contrairement à ce que d'aucuns pensent, le passage au flottement des monnaies n'a aucunement résolu cette asymétrie.

Le CHAPITRE 3 poursuit l'histoire de l'évolution du système politico-économique international, interrompue au chapitre 2 au moment de l'éclatement du système de Bretton Woods, lorsque le président Nixon changea les règles du système. Le flottement devait libérer une fois de plus les Etats-Unis d'une contrainte extérieure devenue trop lourde à supporter, notamment parce que les Alliés n'étaient plus disposés à suivre sans discuter leurs directives. Au lieu de profiter de cette occasion pour remettre de l'ordre dans une économie américaine affaiblie par un dollar jusqu'alors surévalué, le président Nixon en abusa, précipitant à nouveau le monde occidental dans une période d'instabilité monétaire. Toutefois, les Alliés traditionnels, l'Europe et le Japon, ainsi que les nouveaux Alliés riches, les pays exportateurs de pétrole, sont parvenus à contraindre les Etats-Unis à modifier leur catastrophique "policy-mix" et à arrêter la désastreuse chute du dollar et le déferlement de la vague inflationniste. En 1979, avec la nomination de Paul Volcker à la tête de la Réserve Fédérale, "Federal Reserve System" (Fed), un tournant a marqué la politique américaine. La politique monétaire est, dans un premier temps, devenue plus responsable en matière de stabilité internationale. Cependant, l'élection du président Reagan a provoqué un mélange détonant entre la nouvelle politique budgétaire et la politique monétaire de Paul Volcker. Ce mélange est susceptible de faire exploser aussi bien le système monétaire international que l'Alliance Atlantique ou le libre échange, et donc de susciter un retour au protectionisme, avec de nombreuses conséquences néfastes pour le bien-être économique des pays occidentaux.

Le CHAPITRE 4 sert de conclusion à la première partie.

La DEUXIEME PARTIE du travail traite naturellement du mélange explosif qu'est le "policy-mix" américain; elle tente d'en mieux cerner les répercussions sur les principaux pays de l'OCDE, notamment à travers le niveau anormalement élevé des taux d'intérêt américains. Pour mener à bien cette tâche, l'économiste raisonne à l'intérieur d'un système de relations qu'il ne présente que rarement, soit parce qu'il doute du bien fondé de certains mécanismes qu'il utilise, soit parce qu'il considère implicitement que tout le monde a accepté les règles de fonctionnement proposées.

Un tableau présenté dans le CHAPITRE 5 me permet à la fois d'éviter cet écueil et de féliciter la compréhension du lecteur en

schématisant mon raisonnement économique. Plus précisément, le CHAPITRE 5 envisage un système économique composé par les principaux pays de l'OCDE qui gravitent autour des Etats-Unis, c'est-à-dire le Japon, l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni. Développé plus précisément par la suite, le "policy-mix" américain constitue l'élément stratégique du système.

Le CHAPITRE 6 traite de la politique monétaire des Etats-Unis, tandis que le CHAPITRE 7 développe les aspects de la politique budgétaire américaine et consacre une brève étude aux différences dans les modes de financement des déficits budgétaires et du contrôle monétaire dans les cinq pays de l'OCDE considérés.

A l'aide des éléments ainsi dégagés, il est alors possible d'évaluer l'impact du "policy-mix" américain, ou plutôt de voir par quel mécanisme il affecte le système dans son ensemble. Ce mécanisme, essentiellement une diminution de la liquidité, provoque des effets induits négatifs aux Etats-Unis et dans les différents pays, en fonction des caractéristiques institutionnelles décrites auparavant. C'est en quelque sorte, à l'examen de ce mécanisme que s'attache le CHAPITRE 8, dont les principales subdivisions sont : l'impact sur les Etats-Unis; l'impact sur le marché international des capitaux; l'impact sur les quatre autres pays inclus dans le système au sens strict.

Le CHAPITRE 9 sert de conclusion à la deuxième partie. Il dresse un bilan de la "Reaganomie" (Reaganomics) à l'aide des éléments théoriques déterminés dans la première partie et du développement plus pratique de la seconde. En d'autres termes, les résultats de l'asymétrie démontrée précédemment, sont évalués plus précisément. La responsabilité du malaise économique échoit une fois de plus au "policy-mix" américain et à l'absence de coordination internationale.

La TROISIEME PARTIE de ce travail vise à déterminer dans quelle mesure il est possible d'aménager notre système économique afin d'obtenir, d'une part un équilibre national, et d'autre part un équilibre international.

Le CHAPITRE 10 retrace l'évolution de la théorie de l'équilibre macroéconomique national et suggère une méthode permettant de définir des indicateurs opérationnels, nécessaires à la poursuite d'une politique visant à atteindre simultanément un équilibre intérieur et extérieur.

Le CHAPITRE 11 teste la performance de ces indicateurs à travers l'évolution économique récente des Etats-Unis, du Japon, de l'Allemagne, de la France et du Royaume-Uni.

Toutefois, rien ne garantit que tous les pays puissent simultanément atteindre un tel équilibre, en raison notamment du problème de l'asymétrie. C'est pourquoi le CHAPITRE 12 traite des aménagements à apporter au système monétaire international afin

de permettre la réalisation d'un équilibre global.

Le CHAPITRE 13 conclut ce travail en en rappelant certains éléments essentiels et en proposant une désintégration graduelle du marché financier, pour parvenir à un niveau d'intégration optimal, c'est-à-dire correspondant au degré d'intégration politique. Si des mesures allant dans ce sens ne sont pas prises, il est inévitable que la désintégration s'aggrave encore plus au niveau du marché réel. Le monde entier renoncerait alors au bien-être indiscutable procuré par le commerce international.

## **PREMIERE PARTIE**

**La politique américaine et l'évolution  
du système politico-économique international**

DE LA CREATION DE BRETTON WOODS  
A SON ECLATEMENT

---

Une erreur souvent commise par les économistes, consiste à analyser ponctuellement une situation économique, sans la réinsérer dans son contexte historique, tant politique qu'économique. Les résultats obtenus de la sorte sont généralement exacts, si l'on se borne à ne considérer que la logique du raisonnement et non les hypothèses de départ ou les règles de comportement prédéterminées. Malheureusement, les conclusions que l'on peut tirer de ces analyses sont inopérantes, car les déterminismes historiques sont ignorés. Toutefois, n'étant ni politologue, ni historien, mon propos n'est pas d'analyser la politique extérieure américaine à la lumière de telle ou telle école de pensée ou idéologie politique. [\*1] Cependant, ce travail serait appauvri s'il se confinait à la sphère économique, ignorant le monde politique.

1. La création du système

Les responsables américains de l'après-guerre n'ont pas suivi une ligne constante en matière de politique extérieure. L'alternance de leurs vues correspond à la succession des différentes administrations républicaine et démocrate. Le Parti démocrate a suivi la tradition wilsonnienne internationale. Son principal acteur et théoricien s'appelle Dean Acheson. [\*2]

Fidèles à leurs principes, les présidents démocrates ont constamment désiré en matière de politique intérieure, la croissance économique, une répartition plus égalitaire des revenus fondée sur un programme social. En ce qui concerne leur politique extérieure, ils ont voulu façonner le monde à l'image des Etats-Unis, afin de partager les fruits du capitalisme libéral et de la démocratie à l'échelle mondiale.

Les présidents républicains ont, quant à eux, plutôt porté l'accent sur la stabilité que sur la croissance, se méfiant de l'inflation, des troubles sociaux et de l'interférence gouvernementale dans la sphère privée. Leur vision des relations extérieures est empreinte d'isolationisme et se veut plus défensive qu'offensive.

C'est donc dans la plus pure tradition démocrate qu'il faut re-

chercher les origines de la création du F.M.I., du GATT et des Nations Unies. Malheureusement, les conditions qui prévalaient au moment de la naissance de ces organisations ne se sont pas répétées dans l'après-guerre et ont ainsi conduit à une redéfinition de la politique extérieure américaine en 1947.

En effet, la fin de l'alliance soviéto-américaine a supprimé l'espoir de la création d'un ordre libéral universel. Cette cassure résultait de trois raisons. Premièrement, la conférence de Yalta en février 1944, où l'on décida d'abandonner la Pologne et les autres pays de l'Est aux Soviétiques, en échange d'une déclaration de guerre contre les Japonais. Deuxièmement, la guerre avait affecté différemment les deux pays; les Etats-Unis en ressortaient plus forts, tandis que l'économie de l'URSS était en piteux état. En créant une zone tampon d'influence neutre autour de son pays, Staline cherchait donc aussi une compensation aux coûts de la guerre. Finalement, la recherche d'une reddition inconditionnelle de l'Allemagne a provoqué la disparition de ce pays en tant qu'entité économique et politique créant un vide à l'intérieur duquel les puissances américaines et soviétiques ont pu se développer et croître librement.

D'autre part, la politique extérieure américaine envers l'Europe rencontra de nombreux obstacles. L'ancien monde était en ruine et la pénurie de réserves de change rendait inimaginable un retour à la libre convertibilité ainsi qu'à l'échange commercial sans entraves. De plus, les options politiques italiennes et françaises étaient trop proches du communisme aux yeux des hommes d'affaires américains, pour que ceux-ci investissent sans retenue en Europe. Il restait bien sûr l'Allemagne, mais les Européens n'auraient pas accepté une aide américaine massive au développement économique de leur ancien adversaire, alors qu'eux-mêmes se trouvaient en difficulté.

Aux Etats-Unis, les perspectives d'une reprise économique diminuaient, et c'est donc dans ce contexte que les Républicains, en novembre 1946, connurent une victoire éclatante aux élections législatives, sur la base d'un programme électoral axé sur des allègements fiscaux substantiels, des coupes dans le budget et des promesses protectionnistes. C'est à ce moment là qu'intervint Dean Acheson. Il pensait que les Etats-Unis, comme l'Angleterre au 19ème siècle, avaient la chance ou la responsabilité de créer et de garantir un ordre international basé sur des principes démocrates.

L'annonce d'un retrait britannique de la région méditerranéenne de l'Est donna à Acheson la possibilité de jouer avec force la carte anticommuniste et de convaincre le Congrès d'aider les pays européens à recouvrer leur force économique. Ainsi, la doctrine du président Truman de "protection du débordement communiste" permit à l'Administration de mobiliser l'opinion publique et d'articuler les fondements des nouvelles responsabilités

des Etats-Unis dans le monde.

Le plan Marshall fut conçu au milieu de l'année 1947 et voté en 1948, alors que l'on craignait une nouvelle guerre en raison des événements de Tchécoslovaquie. Ce plan avait pour but de promouvoir une stabilité politique en Europe couplée à une croissance économique qui devrait se propager rapidement à l'intérieur du "monde libre". La touche finale à l'oeuvre de Dean Acheson fut sans conteste la création de l'OTAN en 1949. Ce traité de protection militaire devait justifier les ambitions hégémoniques américaines et calmer les revendications européennes.

Il ne me paraît pas nécessaire de développer plus longuement des considérations d'ordre politico-historique déjà traitées abondamment dans la littérature. J'en retiens pourtant la vision internationaliste du Parti démocrate, vision limitée, pour les raisons que nous avons vues, à l'Europe et au Japon. La lutte contre le communisme constitue donc un élément essentiel de la logique de la politique extérieure "Achesonnienne". Les Etats-Unis le démontreront d'ailleurs par leur "chasse aux sorcières" et leur engagement dans la guerre de Corée.

D'un point de vue strictement économique, cette politique a satisfait tant les Américains que leurs alliés européens et japonais. En effet, la puissance américaine a garanti à l'ensemble de son protectorat un accès avantageux aux sources de matières premières. D'autre part, les deux piliers fondamentaux de la reprise économique, le FMI et le GATT, ont pris une forme qui convenait avant tout aux pays industrialisés. La convertibilité des monnaies ne fut réalisée que le 29 décembre 1958 pour les pays européens et le 1 avril 1964 pour le Japon. Ainsi les réserves de change de ces pays ne furent pas menacées durant la phase de reconstruction et de renforcement économique. La surévaluation du dollar, auquel on donna la valeur arbitraire de 35 dollars par once d'or fin, valeur d'avant-guerre, contenta les alliés, puisqu'ils purent exporter favorablement en se protégeant assez aisément des biens américains, et les Américains puisqu'ils firent payer leurs exportations au prix fort. En fait, les Américains ne prirent pas énormément de risques, puisque les appareils industriels européens et japonais ne pouvaient concurrencer une industrie américaine très productive. Les Etats-Unis disposaient donc d'une suprématie sur les créneaux de pointes et écoulaient ainsi leurs produits quelle que soit la valeur du dollar. [\*3]

## 2. La période Eisenhower

L'élection d'Eisenhower et le remplacement de Dean Acheson par John Foster Dulles amena un renversement de tendance. A la politique de croissance démocrate succéda une politique basée sur la stabilité économique, la lutte contre l'inflation et le sta-

tu quo en matière de politique internationale, notamment pour des raisons d'équilibre budgétaire. La doctrine wilsonienne des prédécesseurs de Dulles fut abandonnée et le secrétaire d'Etat opta pour une vision d'un monde bipolaire stable. La sphère soviétique ne fut ainsi jamais violée et l'URSS respecta également les règles du jeu de la coexistence pacifique appelée communément "détente".

Si le président Eisenhower appliqua les règles de la "détente", il n'en respecta pas moins celles de l'équilibre économique en matière de politique intérieure. Malgré une récession qui dura de 1957 à 1959, (7% de chômage), il tint non seulement à équilibrer son budget pour l'année 1960, mais encore y parvint. Il est d'ailleurs fort probable que l'Histoire se montre plus clémente pour le président Eisenhower que pour le président Kennedy. En effet, alors que le premier poursuivit une politique garantissant les intérêts à long terme des Etats-Unis au sein d'un système économique international stable, le second précipita le monde occidental dans une ère inflationniste qui conduisit à l'écèlement du système de Bretton Woods et au flottement des monnaies. (Il convient toutefois d'être prudent et de ne pas lui imputer certaines erreurs commises ultérieurement par Johnson).

Le premier missile intercontinental (ICBM) soviétique défraya abondamment la presse américaine en automne 1957; déjà on parla de supériorité atomique soviétique. Ce fait, associé aux premiers pas de l'Europe vers l'unité, à travers le Traité de Rome en 1957 et le retour à la convertibilité des monnaies, donna des arguments de poids à J.F. Kennedy. Pendant sa campagne électorale, le candidat démocrate proposa de dévaluer le dollar afin de rétablir la concurrence, de stimuler l'économie et d'entreprendre un programme militaire massif qui rétablirait la suprématie militaire et économique des Etats-Unis. N'oublions pas que Dean Acheson lui-même était un des conseillers favoris de Kennedy.

Ces propositions rencontrèrent un large écho, puisque les derniers jours du gouvernement Eisenhower virent l'administration s'attacher à augmenter le potentiel militaire par un ambitieux programme d'armement. L'élection de Kennedy accéléra encore le mouvement. En 1962, on estimait que les Etats-Unis disposaient de 250 ICBM contre 50 pour les Soviétiques, tandis qu'en matière de bombardiers, le rapport s'établissait aux environs de 10 contre 1 en faveur des Américains (cette politique ne fit qu'exacerber la construction d'armements en URSS et, en 1970, les deux superpuissances disposaient chacune d'environ 1000 ICBM !)

### 3. La période Kennedy

Avant Kennedy, la politique économique s'inspirait largement de la théorie keynésienne classique : déficit budgétaire en temps

de crise, excédent en cas de surchauffe et une politique de gestion par la demande, très prudente, à l'image de celle du président Eisenhower. [\*4] C'est la notion de croissance à tout prix qui allait modifier les termes de l'alternative keynésienne.

La croissance constituait en effet la solution universelle aux ambitions de Kennedy. Sur le plan intérieur, elle lui permettait de réaliser son programme social, de gagner son pari militaire vis-à-vis des Soviétiques, d'envoyer un homme sur la Lune et d'aider les pays du Tiers monde dans leur développement économique. A ce propos, rappelons que le président Kennedy considérait le communisme comme une maladie d'enfance. Si l'enfant arrivait en bonne santé à maturité économique, tout danger était alors écarté :

Grâce à la sagesse du président Eisenhower qui, après la crise de 1958, n'avait pas encouragé une relance excessive, dans la mesure où le budget de 1960 était équilibré, [\*5] le président Kennedy hérita d'une économie relativement saine. Cette situation propice fut donc employée par le président Kennedy pour gérer l'économie par la demande. C'est ainsi qu'intervint la modification de l'alternative keynésienne, par l'introduction de la notion de budget de plein-emploi, développée notamment par Walter Heller, alors à la tête du Conseil Economique du président. Cette nouvelle notion permit au président à la fois d'augmenter les dépenses et de réduire les recettes par une diminution de l'imposition (notamment sur les investissements) qui, après avoir été longuement combattue au Congrès fut finalement acceptée en 1964, en quelque sorte en guise "d'hommage" au président assassiné.

En matière de politique monétaire, l'administration fit preuve de beaucoup de laxisme. En effet, on craignait qu'une politique monétaire restrictive ne provoquât une hausse des taux d'intérêt qui aurait contrarié les décisions d'investissement, et donc la croissance tant désirée. Lorsque les premiers signes de l'inflation se manifestèrent, le président Kennedy ne s'affola pas, les économistes de l'époque étant fascinés par la courbe de Phillips et acceptant sans autre un peu plus d'inflation pour un peu moins de chômage. Pourtant, si l'inflation n'alarmait pas trop Kennedy, il craignait tout de même un déficit de la balance des paiements qui, selon lui, pouvait provoquer l'éclatement du système monétaire international, chose qu'il redoutait le plus après une guerre atomique.

Pour trouver une solution à ce problème, il envisageait une réforme des pratiques du commerce international. En effet, persuadé que les Etats-Unis disposaient toujours de la plus performante machine économique, il pensait qu'une diminution des tarifs douaniers les aiderait à rétablir leur équilibre commercial et, par conséquent, la confiance dans la valeur du dollar.

C'est pourquoi il mit tant d'énergie dans le "Kennedy-Round".

Le président Kennedy aspirait surtout à obtenir des diminutions de tarifs en matière agricole, domaine dans lequel les Etats-Unis bénéficiaient incontestablement d'un avantage comparatif énorme, sans compter qu'une surproduction créait des problèmes politiques internes. En matière de production industrielle, il pensait qu'une diminution des tarifs encouragerait les grandes entreprises américaines à produire sur le sol américain, puis à exporter, plutôt que d'investir à l'étranger. La puissance de l'industrie américaine se verrait alors renforcée.

Le Général de Gaulle n'envisageait pas les relations économiques internationales de la même manière. Ayant compris l'esprit de la CEE d'une autre façon, il ouvrit ses frontières aux produits industriels allemands pour que la France dispose d'un marché agricole plus vaste. Kennedy tenta de démanteler la stratégie française en imposant la présence britannique au sein de la CEE, présence à laquelle le Général opposa son refus (1963), précisément pour des raisons essentiellement agricoles. Finalement, la stratégie américaine se retourna contre ses initiateurs, puisque des diminutions de tarifs furent largement acceptées lors du Kennedy-Round, tandis que les Européens s'accordaient en 1965 sur une politique agricole commune limitant l'accès américain à leurs marchés intérieurs.

Ainsi, les problèmes américains de la balance des paiements ne furent pas résolus comme l'avait imaginé le président Kennedy, ceci d'autant plus que la capacité concurrentielle de l'industrie américaine se détériora au rythme de l'inflation intérieure. De 1964 à 1971, les exportations industrielles américaines augmentèrent de 69%, alors que les importations ont progressé de 144%.

Kennedy innova dans le domaine de la politique monétaire internationale. Il autorisa les autorités monétaires à émettre des obligations en dollars à des taux d'intérêt préférentiels pour les banques centrales étrangères, ceci afin d'une part de les rassurer quant au principe de convertibilité et, d'autre part, de satisfaire leur désir de traiter à un taux se rapprochant des taux du marché libre, c'est-à-dire non contrôlé par la législation américaine. Ces obligations prirent le nom de Robert Roosa, alors sous-secrétaire du Trésor pour les affaires monétaires, et qui suscita lui-même la négociation des "Roosa-bonds". Dans le but de réduire encore la menace pesant toujours sur le dollar, le président Kennedy proposa un système financier qui devait protéger le marché américain des Européens et des autres investisseurs qui se procuraient à bon marché de l'argent aux Etats-Unis (Interest equalisation tax, 1963).

Toujours en ce qui concerne les taux d'intérêt, le président américain ne voulait pas que le besoin croissant d'emprunt du

secteur public provoquât une hausse des taux à long terme avec un effet d'éviction défavorable à l'investissement privé nécessaire à sa stratégie de croissance. Les autorités s'attachèrent donc à raccourcir la durée des emprunts publics afin de ne pas trop influencer les taux à long terme; cette politique fut dénommée, d'une manière assez suggestive d'ailleurs, l'"opération twist". En fait, elle se fondait sur les recherches des économistes "à la mode" de l'époque, Mundell, Fleming et Johnson, qui, observant l'importance du développement des marchés financiers internationaux, pensèrent que les mouvements de capitaux pouvaient constituer un moyen efficace d'équilibrer les balances des paiements, et de se protéger d'une pression susceptible de perturber l'équilibre du marché des changes. [\*6] Cette "opération twist" devait permettre de faire grimper les taux à court terme et d'induire un afflux de capitaux étrangers qui soulagerait le dollar, sans pour autant affecter les décisions d'investissement à long terme.

Le président Kennedy cherchait clairement de la sorte à isoler le marché intérieur des marchés des capitaux internationaux. Malheureusement, la situation n'évolua pas en fonction des bonnes intentions du président. En effet, il était naïf de croire qu'on pourrait dissocier les taux du marché américain des taux du marché des euro-dollars, sans qu'aucune répercussion ne vint modifier la structure financière. Ainsi, le marché des euro-dollars se développa parallèlement à l'évolution de la législation américaine; sa croissance fut en fait accélérée par les déficits croissants de la balance des paiements américaine.

Les tensions monétaires internationales ne firent alors que croître pour finalement éclater en 1971 avec la suspension de la convertibilité du dollar. Comme David Calleo de la Johns Hopkins University l'a souvent répété, le système monétaire international est une métaphore du système politique global. [\*7] Le président Kennedy traça les lignes de la politique américaine pour les années 60 d'après la tradition Achesonienne. Le bilan, peut-être inévitable, fut tragique : l'inflation, la guerre, l'effondrement du dollar et sans doute une certaine désintégration de l'OTAN à travers la décision du président de Gaulle d'en retirer la France en 1966 et d'accélérer le développement d'une "Force de Frappe" nationale.

#### 4. La période Johnson

Le président Johnson continua la politique initiée par son prédécesseur. Toutefois, en 1966, le développement des tensions inflationnistes amena les conseillers économiques du président à lui proposer une augmentation des impôts qu'il refusa, en raison de l'impopularité croissante de la guerre, quand bien même, logiquement, des dépenses de guerre accrues justifiaient une telle recommandation.

Suite au refus présidentiel, la tâche de juguler l'inflation revint à la Réserve fédérale qui commença par augmenter son taux d'escompte en décembre 1965. Combinée à un contrôle du crédit plus strict, cette hausse provoqua une diminution remarquable de la croissance monétaire dès le deuxième trimestre 1966. Les effets sur les taux d'intérêt furent immédiats à cause de la politique budgétaire expansionniste suivie (le président Reagan rencontre le même problème aujourd'hui). Malheureusement, cette hausse des taux n'affecta pas uniformément l'économie américaine et ce furent les milieux agricoles, la construction et l'immobilier qui en souffrirent le plus. Etant donné l'importance de ces groupes de pression, la Réserve fédérale fut contrainte de modifier sa politique de lutte contre l'inflation dès le troisième trimestre 1966.

En janvier 1967, le président Johnson décida d'assumer ses responsabilités budgétaires et proposa une augmentation des impôts de 6%. Craignant un recul de l'activité économique, le Congrès différa la décision jusqu'en juin 1968, date à laquelle une augmentation de 10% fut finalement acceptée. Entre temps, la Réserve fédérale qui avait repris sa lutte contre l'inflation, fut contrainte d'abandonner sa politique de taux d'intérêt élevés, en raison d'une crise de la livre sterling en 1967. Concrètement, les Américains aidèrent les Britanniques à empêcher une sortie massive de fonds anglais vers les Etats-Unis, non pas tant pour secourir le Gouvernement Wilson, que pour soutenir l'ensemble d'un système monétaire déjà bien compromis par les positions françaises.

En effet, s'inspirant des conseils de l'économiste français Jacques Rueff, le Général de Gaulle s'attaqua dès 1965 au système monétaire en général (étalon-dollar) et aux déficits de la balance des paiements américaine en particulier. Il préconisait un retour à l'étalon-or et lançait un assaut contre les Etats-Unis en demandant la conversion en or auprès de la Réserve fédérale des avoirs en dollar détenus par la Banque de France.

La livre sterling devait finalement être dévaluée le 18 novembre 1967, après la sortie massive de fonds à la recherche de placements plus sûrs provoquée par la guerre des Six-Jours. Notons qu'à cette occasion, les Etats-Unis contribuèrent grandement à la stabilité du système monétaire international par diverses opérations entreprises pour soutenir la devise anglaise. Cet élan de coopération dissipa la pression qui s'exerçait sur le dollar. En outre, l'année 1968 fut marquée par des événements (Mai 68 et Prague) qui provoquèrent des ajustements de portefeuilles en faveur de Wall Street et du dollar, la Réserve fédérale redonnant pour sa part une allure plus restrictive à sa politique monétaire.

Le président Johnson fut largement battu aux élections par Richard Nixon qui s'installa à la Maison Blanche en 1969.

Johnson termina son mandat par une note positive : lutte contre l'inflation, augmentation des impôts, politique monétaire restrictive, et succès dans une négociation concernant la création des Droits de Tirages Spéciaux (DTS). Mais le problème de la liquidité internationale n'était en fait résolu que sur le papier, car le montant des DTS créés était trop faible pour correspondre à une quelconque réalité économique.

Le Parti démocrate avait voulu imposer sa vision politique sans tenir compte des contraintes économiques. Malheureusement, il existe des lois économiques auxquelles on ne peut échapper. Les leaders démocrates le comprirent trop tard pour leur malheur. A elle seule, l'inflation ne constituait pas une contrainte suscitant la responsabilité en matière de politique économique. Ce furent plutôt les attaques extérieures contre la valeur du dollar qui provoquèrent un changement d'orientation vers une politique visant à l'équilibre budgétaire et à celui de la balance des paiements. Cela ne signifie néanmoins pas que les Etats-Unis optèrent pour une ligne politique convenant uniquement à leurs adversaires du monde occidental. En fait, l'influence externe fit pencher la balance en faveur des idées du Parti républicain, plus conservatrices en matière économique.

Avant de passer à l'analyse de la phase suivante de la politique américaine, dont le scénario, conçu par le président Nixon et son conseiller Kissinger, fut joué par eux-mêmes, par les présidents Ford et Carter jusqu'en 1979, il convient de dire quelques mots de l'inflation.

## 5. Note sur l'inflation

C'est le phénomène inflationniste qui provoqua l'écroulement du système de Bretton Woods et son remplacement par le flottement des monnaies. En fait, lorsqu'il fallut choisir un nouveau système, politiciens et économistes tombèrent d'accord, mais pas pour les mêmes raisons. Tandis que les premiers croyaient se libérer de la contrainte extérieure de la balance des paiements, les seconds pensaient créer un système apte à résoudre l'ensemble des problèmes de la gestion économique d'un état. Je reviendrai plus en détail sur ce dernier point dans le deuxième chapitre. Pour l'instant, concentrons-nous sur les deux causes qui expliquent l'évolution de l'inflation mondiale pendant les années soixante :

- les déficits chroniques de la balance des paiements américaine,
- le système monétaire international, dit de l'étalon-dollar.

### 5.1. Le déficit de la balance des paiements

On peut envisager l'étude du déficit de la balance des paiements de deux manières totalement différentes. La première, tradition-

nelle, étudie la comptabilité extérieure de la nation, poste par poste, alors que la seconde, monétaire, s'attache à l'analyse du financement des opérations, c'est-à-dire aux conditions de création monétaire existant dans le pays.

Généralement, les politiciens usent de l'approche traditionnelle. C'est ce qu'ils firent dans les années 60, puisque l'Ecole monétariste ne s'implanta dans le monde politique qu'avec l'administration du président Nixon. Les conclusions tirées d'une telle approche favorisent une politique isolationniste. Ainsi, des politiciens comme le sénateur Mike Mansfield ou plus récemment le sénateur Ted Stevens, ne manquent pas de mentionner le coût des troupes stationnées en Europe, l'aide militaire et économique aux différents pays en voie de développement et l'investissement international des multinationales américaines comme causes fondamentales du déficit de la balance des paiements américaine. Ces hommes politiques considèrent donc que le déficit américain est en quelque sorte "impérial" et résulte du statut particulier de "policier" du système adopté par les Etats-Unis après la deuxième guerre mondiale. C'est pourquoi, les solutions au déficit prévoient avant tout un déplacement de cette "charge impériale" vers les pays qui en bénéficient de fait. Les Européens et les Japonais devraient dès lors participer au financement des dépenses du système, d'autant plus qu'ils ont bénéficié de la surévaluation du dollar pour développer et renforcer leurs économies. C'est en tout cas la conclusion à laquelle parvint John Connally, le secrétaire du Trésor dans l'administration Nixon, dont je reparlerai plus tard. David Calleo était du même avis lorsqu'il demandait un retrait des troupes américaines du sol européen.

L'approche monétaire, elle, se concentre sur les conditions intérieures de création monétaire. Il est donc compréhensible que les politiciens ne l'apprécient guère puisqu'elle met en cause la politique économique intérieure de la nation. S'il y a, par exemple, une création excessive de monnaie, il faut en rechercher les causes qui, généralement, mettent en lumière le déficit budgétaire. Or fréquemment, les adeptes de l'Ecole monétariste ne considèrent pas, pour des raisons idéologiques, les dépenses militaires, nécessaires à la liberté, de la même manière que les dépenses relatives aux programmes sociaux, créatrices d'inflation et tuant l'ardeur au travail !

Pour l'économiste, ces approches ne s'excluent pas mais sont complémentaires. Toutefois par leurs démarches distinctes, elles tendent à rattacher les causes des déficits de la balance des paiements à des facteurs différents. L'approche traditionnelle pousse à l'isolationnisme et l'approche monétaire à l'autorité nationale.

## 5.2. Le système de l'étalon-dollar

Ce point étant traité abondamment dans la littérature, il ne nécessite pas un long développement. Je le reprendrai d'ailleurs dans le deuxième et le douzième chapitre. D'une manière résumée, l'inflation se transmet, dans le système de l'étalon-dollar, de la manière suivante. En raison de la fixité institutionnalisée du dollar, l'inflation détériore la position concurrentielle de l'industrie américaine. Le déficit de la balance des paiements se creuse d'autant plus que, pouvant créer la monnaie de réserve internationale, les Etats-Unis ne risquent pas d'épuiser leurs réserves de change. En fait, seule la convertibilité du dollar en or serait un frein efficace à la création monétaire américaine, comme nous le verrons plus loin.

Ainsi, l'inflation se transmet d'une part, à travers l'augmentation du prix des produits américains, augmentation librement fixée par les Etats-Unis, et d'autre part, à travers la création de réserves internationales qui, ceteris paribus, accroît la masse monétaire mondiale et provoque une nouvelle source d'inflation.

## 6. Le début de la période Nixon

Comme son prédécesseur Eisenhower, le président Richard Nixon fut élu grâce à cette majorité silencieuse qui aspire à la paix, à la stabilité et au calme. Suivant l'exemple de J.F. Dulles, le secrétaire d'Etat Kissinger s'inspira de la tradition républicaine de stabilité économique et de statu quo en matière d'ambition internationale. Ce faisant, il évita de redéfinir véritablement les tâches et obligations de la politique extérieure américaine devenues fort différentes de celles qui existaient dans l'immédiat après-guerre.

Henry Kissinger se rendait compte de l'émergence de la puissance économique européenne et japonaise, de la perte de l'avantage militaire vis-à-vis de l'URSS et du processus d'indépendance de nombreux pays du Tiers monde. Toutefois, les politiques à bon marché qu'il proposa ne pouvaient perpétuer une ambition mondiale de type Acheson-Kennedy.

Vis-à-vis de l'Europe, Kissinger mit sur pied en 1973 une condescendance "année de l'Europe" durant laquelle il répéta à maintes reprises que les Européens devaient payer le prix de leur défense. [\*8] En matière de relations avec l'URSS, rappelons l'arrêt de la guerre du Vietnam et l'espoir illusoire que les Sud-Vietnamiens parviendraient à se défendre tout seuls (chute du Sud-Vietnam en 1975). En 1974, les Etats-Unis conclurent avec l'URSS les "Accords de Vladivostocks" qui devaient geler la course aux armements. Pour arriver à ce résultat, les Américains se rapprochèrent de la Chine puis participèrent à une réunion au sommet à Moscou, en mai 1972.

La stabilité au Moyen-Orient faisait aussi partie de la stratégie américaine. De la même manière, elle devait être réalisée au moindre coût. Ainsi, l'Iran et l'Arabie Séoudite devaient garantir les intérêts américains dans cette région du monde, en échange d'une protection militaire qui se traduisit par une vente massive d'armement moderne, relançant du même coup l'économie américaine d'armement. Bien entendu, ces deux pays, membres de l'OPEP, soutinrent les intérêts américains en affaiblissant l'organisation des pays exportateurs de pétrole dans le but d'empêcher une hausse excessive des prix.

Sur le plan intérieur, le président Nixon poursuivit la politique annoncée par le président Johnson à la fin de son mandat, soit des politiques budgétaire et monétaire restrictives. Or, la lutte contre l'inflation par l'arme monétaire est de longue haleine; ses effets à court terme sont susceptibles d'entraîner une diminution de l'activité économique, sans pour autant diminuer des perspectives inflationnistes, largement ancrées dans l'esprit du public. Ainsi 1969, qui fut la dernière année avec un équilibre ou un excédent budgétaire de l'histoire américaine, montra les signes d'un léger fléchissement économique. La situation s'aggrava en 1970 et prit cette fois la forme de la récession la plus sévère depuis celle d'Eisenhower en 1958-59. Malheureusement pour les conseillers économiques monétaristes du président (notamment H. Stein), leurs hypothèses de flexibilité des salaires ne se vérifièrent pas; le chômage croissant ne diminua pas les revendications syndicales sur le maintien des taux de salaire réel. La longue et victorieuse grève de General Motors en 1970 en fut une preuve amère qui marqua la politique économique américaine de toute la décennie suivante.

La politique économique restrictive et le chômage n'encouragèrent pas l'électorat à voter pour les Républicains lors du renouvellement du Congrès de 1970. La défaite électorale enregistrée encouragea le président Nixon à prendre des mesures de relance. Il alléga avant de suspendre complètement la surcharge fiscale créée par le président Johnson, puis il nomma Arthur Burns en remplacement de William Martin à la tête de la Réserve fédérale. Son allié de l'administration Eisenhower soumit alors totalement la politique monétaire aux injonctions du président. [\*9] Désireux d'avoir un cycle économique favorable à sa réélection en 1972, le président Nixon n'entendait pas retourner en déflation d'ici là, d'où une politique monétaire laxiste et des taux d'intérêt inmanquablement à la baisse.

En matière de politique monétaire internationale, deux hommes forts représentèrent les Etats-Unis : Jonh Connally, secrétaire du Trésor et son sous-secrétaire pour les affaires monétaires, Paul Volcker. Calmée après les événements de Mai 68 et de Tchecoslovaquie, la pression sur le dollar diminua par un regain d'intérêt de Wall Street pour les investisseurs internationaux.

De plus, le départ du Général de Gaulle et le remplacement sub-séquent de Michel Debré par Valéry Giscard d'Estaing au Ministère des Finances, facilita l'entente internationale. Néanmoins, le 8 août 1969, les Français usèrent une fois de plus d'une dévaluation compétitive, alors que l'Allemagne réévaluait en guise de soutien à la politique américaine.

La période 1969-71 fut marquée par une partie de ping-pong intense entre les Etats-Unis et leurs partenaires au sein du système monétaire international. Les détails de cette période de l'histoire monétaire ont fait l'objet de nombreux ouvrages, dont notamment, parmi les plus intéressants, celui d'Antony Solomon qui fut, et est toujours, partie prenante aux négociations internationales. Il n'y a donc pas besoin de s'arrêter sur le déroulement des événements qui conduisirent le président Nixon à déclarer le dollar inconvertible le 15 août 1971. En fait, c'est avec réticence que le président poussa le monde dans le flottement des monnaies, ainsi que le prouvent d'ailleurs les mesures qui accompagnèrent sa décision :

- blocage des prix et salaires pendant 90 jours,
- 4,7 milliards de dollars de diminution de dépenses d'aide à l'étranger et de programmes sociaux,
- différentes mesures d'encouragement à l'investissement et d'aide à l'industrie automobile.

Les Européens avaient gagné. Ils auraient très bien pu éviter la décision du président Nixon en réévaluant leurs monnaies. Ils ne le firent pas pour de nombreuses raisons, notamment pour exiger des Américains qu'ils fassent preuve de plus de réalisme, ou de discipline, dans la gestion de leur économie.

Le président Nixon prit donc des mesures qui augmentaient le degré d'intervention de l'Etat dans la sphère privée, décision qui allait évidemment à l'encontre des objectifs du Parti républicain. Il prouva encore d'une autre manière sa bonne volonté en oeuvrant à la reconstruction du système de Bretton Woods, dans de magistrales négociations qu'il conduisit principalement avec une France devenue plus coopératrice sous la direction du président Pompidou. Le 18 décembre 1971, le président Nixon annonça modestement que "l'accord monétaire le plus important de l'histoire du monde avait été conclu". Il s'agissait du "Smithsonian Agreement" sur la base duquel le dollar se voyait dévalué par rapport à l'or (de 35\$ l'once à 38\$) et les principales autres devises réévaluées par rapport au billet vert.

Au début de 1972, la spéculation sur le dollar se fit plus forte, à mesure que l'économie américaine se détériorait en raison de la politique de relance électorale et du phénomène bien connu de courbe en J déployant ses effets à la suite de la dévaluation. Le 7 mars 1972, les Européens tentèrent l'expérience de

l'union monétaire, en rétrécissant la marge de flottement prévue par le "Smithsonian Agreement" et en créant ainsi le "Serpent dans le Tunnel". Ce dernier ne connut pourtant qu'une brève lune de miel et, en juin déjà, les Britanniques optèrent pour le flottement de la livre sterling en sortant du Serpent.

Le 6 mai 1972, John Connally démissionna de son poste et fut remplacé par George Schultz, un homme plus modéré. Ce Californien d'adoption fut en fait le premier économiste de profession à occuper le poste de secrétaire du Trésor dans une administration américaine. Ses idées le rapprochaient du mouvement monétariste en pleine croissance, qui voyait une solution universelle dans les taux de change flottants. Relevons que cette notion avait graduellement émergé des discussions internationales en matière de gestion du système international.

En effet, en 1964 déjà, les 32 économistes qui formaient le Groupe de Bellagio, réclamaient des modifications plus fréquentes des parités. Le Groupe Ossola parvint à la même conclusion en 1965 et sa contribution principale fut la création du concept de DTS. En 1968, les réunions internationales au sein du FMI analysèrent la crise de la livre sterling. A nouveau, les conclusions demandèrent des réajustements plus fréquents ainsi que des marges de fluctuation plus amples. A la réunion annuelle du FMI de septembre 1970, le Fonds proposa le "flottement transitionnel" comme méthode propre à réajuster les déséquilibres économiques. Mais, au niveau de la théorie en tout cas, la notion de parité fixe n'était pas encore enterrée et, devant l'importance que prenaient ces débats théoriques, le FMI et les autorités monétaires des principaux pays industrialisés proposèrent la création d'un "Groupe des 20" qui devait proposer un système monétaire optimal.

Les économistes monétaristes conservateurs, notamment les Américains, voyaient dans le flottement la réhabilitation de l'économie de marché au niveau international. Pour eux, un tel système permettrait de libérer la gestion de la masse monétaire des contraintes extérieures de la balance des paiements, et ainsi l'on pourrait parvenir plus aisément à un équilibre économique. En outre et surtout, le flottement ne nécessiterait plus d'ingérence de l'Etat dans la sphère de la finance internationale, ce qui signifiait plus de limitations sur les flux de capitaux, plus de surcharges fiscales et plus de plafonnement institutionnalisé des taux d'intérêt sur le plan national. En effet, par définition, le flottement des monnaies implique des marchés monétaires et financiers sans entrave, tant au niveau national qu'au niveau international. Soulignons peut-être que les économistes de l'époque imaginaient qu'il s'agissait là d'un système symétrique sur le plan international, le problème de l'inégalité de traitement en matière de balance des paiements disparaissant. On mettrait donc ainsi fin aux doléances européennes.

Cette idée du flottement ne fut pourtant jamais adoptée officiellement par l'administration américaine, qui la considéra comme une providentielle justification théorique d'une décision qu'elle serait de toute façon amenée à prendre. Le système monétaire international fut certainement précipité dans le flottement par la décision helvétique de laisser flotter le Franc le 23 janvier 1973, en raison des craintes inspirées par la décision italienne du 20 janvier 1973 de créer un double marché des changes.

Un mouvement de panique gagna alors le marché. On se rua sur les monnaies fortes, et les tentatives de Volcker\* de dévaluer de 10% le dollar en février, après avoir consulté les partenaires européens et japonais, ne tempérèrent pas le climat spéculatif. Le 11 mars 1973, les pays européens membres du Serpent décidèrent de sortir du "Tunnel" et de flotter conjointement contre le dollar et les autres monnaies. Le "Smithsonian Agreement" n'existait plus et avec lui le système des parités fixes. Le monde universitaire considéra cette nouvelle comme porteuse d'espoir pour un futur prometteur en matière de gestion des économies et du système dans son ensemble. Aussi convient-il, à ce stade de l'analyse, de se pencher plus précisément sur les problèmes relatifs au flottement des monnaies.

---

\* alors sous-secrétaire du Trésor pour les affaires monétaires

### LE FLOTTEMENT DES MONNAIES, ELEMENTS THEORIQUES

---

Le flottement des monnaies, désiré avant tout par les économistes de l'École monétariste, doit être analysé dans un concept d'intégration économique internationale. C'est la raison pour laquelle ce chapitre débute par une note sur l'intégration en général, avant de se poursuivre par l'intégration des marchés réels et financiers. Ces éléments sont en effet essentiels à la compréhension des mécanismes de la détermination des taux de change qui, en fait, constituent un des deux sujets de ce chapitre consacré au flottement des monnaies.

Le deuxième point important réside dans une analyse du système monétaire en tant que tel, et non pas des problèmes de gestion macroéconomique nationale découlant de l'instabilité observée sur le marché des changes. Il s'avère en effet intéressant de déterminer si le système de taux de change flottants correspond à une amélioration par rapport à Bretton Woods, notamment en matière de symétrie. Nous venons en effet de voir que ce dernier système a éclaté parce que les Européens n'admettaient plus son asymétrie, ou plutôt l'usage que les Américains en faisaient.

#### 1. Intégration économique internationale

Les économistes monétaires, qui n'ont évidemment aucun intérêt particulier pour l'intégration économique internationale, n'émettent aucun jugement de valeur à son propos, laissant ce soin aux politiciens. Toutefois, cette intégration constitue leur source première d'hypothèses lorsqu'ils élaborent un modèle de détermination des taux de change, ou une théorie de l'équilibre de la balance des paiements. [\*1]

La théorie de la balance des paiements a passé par plusieurs stades. Son évolution a suivi le degré de l'intégration économique internationale, ou du moins la perception que l'on en avait. Aussi Marshall, Lerner et Alexander se limitaient-ils, pour des raisons de contexte historique, au marché des biens et services pour expliquer les déséquilibres et trouver les voies et moyens de les restaurer; [\*2] il s'agit là de l'approche traditionnelle dont nous avons parlé plus haut. A cette époque, les marchés monétaires nationaux étaient peu développés et le marché interna-

tional n'existait virtuellement pas. La notion même de convertibilité des monnaies, bien que très discutée en théorie, ne fut réalisée, rappelons-le, qu'en 1958 pour les monnaies européennes et en 1964 pour le yen.

L'école monétariste a élargi le champ de l'approche traditionnelle des paiements, puisqu'elle a intégré les marchés financiers et monétaires au marché réel. Cette approche de l'économie ne se préoccupe pas tant des déséquilibres réels, mais plutôt de la manière dont ils sont financés. Par exemple, un déficit budgétaire ou un excès d'investissement privé sur l'épargne privée, prouvent qu'il y a une multitude d'opérations monétaires et financières qui servent à rétablir les déséquilibres sectoriels. [\*3]

Toutefois, beaucoup d'économistes pensent que l'Ecole monétariste donne habilement une apparence positive à sa théorie économique normative. Les modèles monétaristes sont construits sur la base d'hypothèses d'intégration parfaite des marchés réels et financiers, de telle sorte que seuls comptent les marchés monétaires. Il s'avère donc intéressant d'étudier plus précisément les allégations de cette importante école de pensée dans le débat sur les théories de la détermination des taux de change.

Techniquement parlant, il y a intégration réelle si l'on peut vérifier la théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA) et intégration financière si la théorie de la parité des taux d'intérêt (PTI) se réalise effectivement. Lorsque ces conditions sont remplies, alors les seules fonctions d'offres et de demandes relatives de monnaies déterminent les taux de change. En d'autres termes, on peut dire qu'il est alors possible de raisonner, sans trop s'écarter de la réalité, dans un modèle de type monétariste à un seul bien et un seul actif financier, les monnaies seules restant inintégrables.

Ainsi, après avoir déterminé et analysé systématiquement les notions d'intégration réelle et financière, il sera plus facile de tracer les éléments essentiels de la théorie de la détermination des taux de change. [\*4]

En fait, cette partie de chapitre est essentielle à la compréhension, donc à l'analyse des différentes politiques économiques nationales et des commentaires qu'elles suscitent. Par exemple, il n'est pas rare de rencontrer dans des journaux réputés sérieux ce type de commentaire : "il convient de critiquer la politique monétaire de la banque centrale du pays X parce que le taux de change diverge incontestablement de la parité des pouvoirs d'achat" ou encore "en raison de l'intégration financière internationale, la politique monétaire américaine accentue la pression sur le mouvement à la hausse du dollar en favorisant une divergence dans le différentiel des taux d'intérêt". Malheureusement, la formulation aisée des concepts de PPA et de PTI

ne suffit ni à rendre ceux-ci opératoires, ni même à les valider. Comme on va le voir plus loin, les fondements scientifiques, ou plutôt logiques, de ces notions - notamment de la PPA - ne sont pas des plus solides.

## 1.1. Intégration du marché réel ou la parité des pouvoirs d'achat

### 1.1/1 Introduction et revue succincte de la littérature

L'intégration parfaite du marché réel signifie que la "loi du prix unique" (law of one price) se réalise à travers un arbitrage spatial constant. Le corollaire de cette proposition correspond à la parité des pouvoirs d'achat (PPA) qui, dans sa version absolue, stipule que le taux de change d'équilibre est celui qui établit la parité entre le pouvoir d'achat intérieur et le pouvoir d'achat extérieur d'une monnaie, alors que la version relative ne prend en compte que les variations.

Les controverses à propos de l'utilité de la doctrine de la PPA proviennent du fait qu'elle ne spécifie pas le mécanisme par lequel les taux de change (TC) sont liés aux prix. C'est la raison pour laquelle la doctrine a connu différentes interprétations. Certains l'ont considérée comme une théorie de la détermination des taux de change, alors que d'autres l'ont vue comme une tautologie. En d'autres termes :

- a) tautologie : condition d'équilibre pour les flux seulement, l'arbitrage spatial gouverne la relation entre TC et prix;
- b) théorie : condition d'équilibre pour les flux et les stocks, l'équilibre des marchés financiers domine la relation entre TC et prix.

Les pionniers de la doctrine de la PPA (Wheatley et Ricardo) l'ont considérée comme une extension de la théorie quantitative de la monnaie en économie ouverte. [\*5] Toutefois, c'est Cassel qui a revivifié et élargi le débat durant la période de flottement des années 20. Ce débat s'est concentré sur deux questions :

- a) à quoi sert la PPA ?
- b) quels indices faut-il utiliser ?

#### a) L'utilité de la PPA

Les opinions concernant l'utilité de la PPA ont considérablement divergé et il est intéressant d'en signaler quelques-unes. Cassel pensait que "... c'est à elle que nous devons nous référer si nous désirons avoir une idée correcte de la valeur réelle des monnaies dont les taux de change sont sujets à des fluctuations arbitraires et parfois insensées". [\*6] Nuançant quelque peu l'énoncé de l'économiste suédois, Keynes pensait que

"... le pouvoir d'achat interne constitue, dans le long terme, un indicateur beaucoup plus fiable de la valeur d'une monnaie que les taux de change du marché". [\*7] A l'autre extrême, Taussig affirmait qu'il n'y a "... aucun taux de change normal fixé sur la parité des pouvoirs d'achat". [\*8]

Comme dans beaucoup d'autres domaines, les économistes ont tendance à former deux camps bien distincts qui ont des interprétations diamétralement opposées d'un même phénomène. En général, une troisième école se crée alors qui propose une solution médiane. En matière de PPA, cette règle s'est une fois de plus confirmée, puisqu'un courant de pensée a proposé une limitation de la valeur explicative de la doctrine en fonction des origines de la perturbation qui affecte l'économie, monétaire ou structurelle. [\*9]

#### b) Le choix de l'indice

Lorsqu'il s'agit de choisir l'indice le plus approprié à la calcul de la PPA, les avis divergent évidemment en fonction de la valeur explicative que l'on désire donner à la doctrine. Si l'on pense que la doctrine est une tautologie, on emploie un indice calculé à l'aide de biens et services soumis à l'influence du commerce international (tradables) uniquement. Si, au contraire, on envisage la PPA comme une théorie, on se servira d'un indice composé du plus grand nombre possible de biens et services. Ainsi selon Cassel, "... ne considérer que les biens soumis à l'échange international constitue une déformation de la théorie...", [\*10] alors que pour Ohlin, on ne devrait mettre en rapport que les prix de marchandises spécifiques puisque "les taux de change n'ont rien à voir avec les indices des prix de gros, mais seulement avec les prix individuels". [\*11]

Il convient encore de citer Bresciani-Turoni puisqu'il est l'un des classiques de la PPA et que son approche rappelle celle des monétaristes actuels les plus dogmatiques : "... la doctrine de la PPA ne présente que peu d'intérêt... elle affirme que le prix d'un bien est le même partout dans le monde, exprimé dans une même monnaie... Tandis que son essence réside dans le fait que les taux de change sont un indice des conditions monétaires des pays concernés". [\*12] Donc, selon cette approche par le marché des actifs financiers ("asset market approach"), on peut très bien imaginer une situation dans laquelle les prix des biens échangeables sont égalisés par un arbitrage spatial, tandis que les taux de change restent en déséquilibre.

La réalité des années 70 a heureusement remis de l'ordre dans la théorie, largement dominée par l'approche monétariste. Toutefois, avant de présenter les résultats des tests empiriques, il est utile d'approfondir quelque peu la théorie en rappelant la division des écoles entre tautologie et théorie.

## 1.1/2 La PPA-tautologie

En ne considérant que les biens échangeables, la PPA devient une tautologie si, par ailleurs, les coûts de transport et de transaction sont nuls et si les forces du marché jouent parfaitement. [\*13] Le seul énoncé de ce concept explique que l'on ait tenté à de nombreuses reprises d'en saper la validité. En fait, deux approches distinctes ont contesté le bien-fondé de la PPA-tautologie en suivant une démarche différente :

- 1) Imperfection du marché (dumping, concurrence imparfaite, etc...).
- 2) Différence dans la vitesse d'ajustement des marchés réel et financier.

1) De nombreuses études microéconomiques, notamment celles conduites par Kravis et Lipsey, tentent d'une part de démontrer que des biens et services échangeables dévient notablement de la PPA, et d'autre part de trouver les causes de ces déviations. C'est à cette fin qu'ils analysent les coûts de transport, les tarifs douaniers, la non-homogénéité des produits et d'autres facteurs relatifs à l'imperfection des marchés. [\*14]

2) La deuxième approche qui conteste la validité de la PPA a pris naissance quelques années après l'avènement du régime des taux de change flottants, en 1976 exactement, par le fameux article de Rudiger Dornbusch du M.I.T. [\*15] Il n'a en effet fallu que quelques années pour remarquer que les fluctuations à court terme des monnaies ne correspondaient pas à un comportement des prix identique. Cette simple observation a démontré l'inexactitude des thèses monétaristes de flexibilité parfaite des prix. Un grand intérêt s'est alors manifesté pour une nouvelle notion économique, celle de différence dans la vitesse d'ajustement des marchés réel et financier - ce qui d'ailleurs a fait le bonheur des économistes anglo-saxons. Ainsi, on ne s'est plus attaqué à la PPA pour des raisons relatives à la concurrence imparfaite, mais pour des motifs de rigidité du marché des biens réels. Cette dernière dépend de paramètres contrecarrant les schémas traditionnels de concurrence par les prix. Il est possible, à ce propos, de tirer un parallèle avec les théories de l'équilibre automatique de la balance des paiements et les effets pervers dus aux "leads and lags" et autres mécanismes qui ont donné naissance aux courbes en J, en W, en N, etc. [\*16]

C'est ainsi que s'est développée la notion d'"overshooting" des taux de change, qui a été traduite en français indifféremment par "surréaction" ou "surajustement". Les théories de la surréaction expliquent le fait que la spéculation (sans connotation péjorative) réagit tantôt trop, tantôt pas assez, dès l'instant où l'on introduit un quelconque choc, tel qu'un changement de la politique monétaire, une information inattendue, etc. Il e-

xiste en fait deux façons d'expliquer pourquoi le taux de change peut se porter très au-delà ou en-deçà, de ce qui serait justifié par les forces qui déterminent son niveau d'équilibre. L'une suppose, ainsi que nous l'avons vu, une différence dans les vitesses d'ajustements des marchés réel et financier, alors que l'autre se base sur le phénomène de substitution des monnaies. [\*17] Ces notions seront précisées dans la partie consacrée aux diverses théories de la détermination des taux de change (point 1.3).

### 1.1/3 La théorie de la PPA selon l'approche monétariste

Les monétaristes ont divisé l'économie en biens et services échangeables (tradables) et biens et services non-échangeables (non tradables). Ce type de modèle a une origine assez lointaine, puisqu'il faut remonter à David Hume pour rencontrer cette division du marché. Dans la littérature moderne, on rencontre ces modèles sous les noms de modèle australien, modèle norvégien et, plus récemment, de modèle scandinave. [\*18] En fait, les Scandinaves ne parlent plus dans leur version de biens échangeables mais de biens exposés ou protégés de l'influence du commerce international ("exposed" et "sheltered"). Cette terminologie a l'avantage de représenter une division moins artificielle de l'économie.

Les monétaristes admettent la PPA tautologie dans la forme suivante :

$$(1) \quad P_T = P^* \cdot E$$

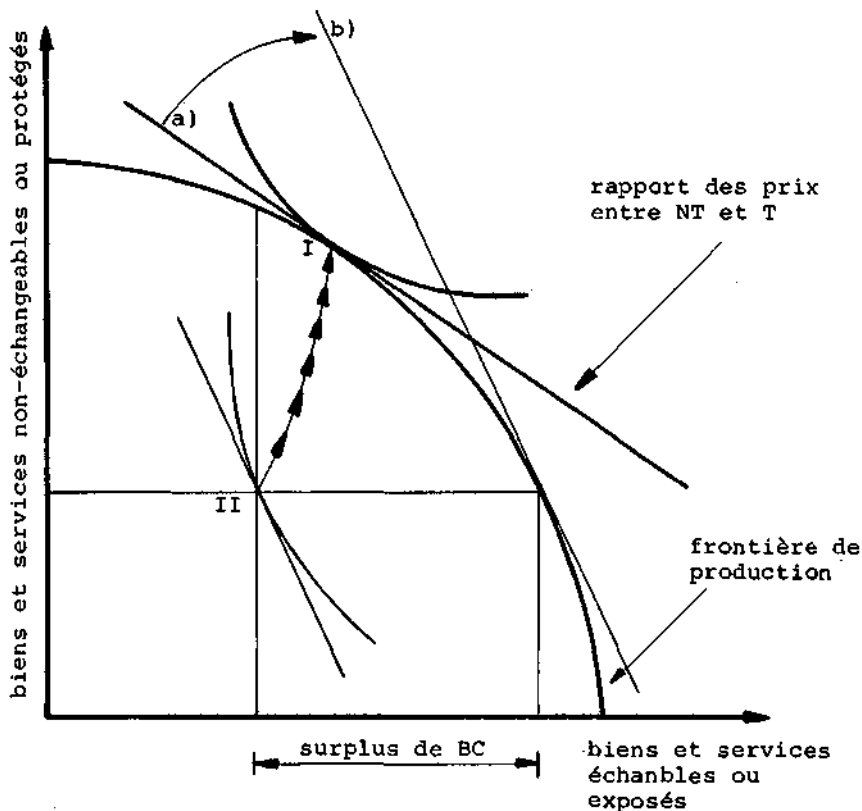
$P_T$  : niveau des prix des "tradables"  
 $*$  : variable étrangère  
 $E$  : taux de change  
 $NT$  : "non tradables"

Ainsi qu'on peut le voir sur le graphe de la page suivante, le raisonnement des monétaristes s'articule de la sorte : une dévaluation de la monnaie renchérit automatiquement le prix des biens et services exportables ( $P_T$ ) et induit par conséquent un déplacement de ressources du secteur NT devenu moins profitable vers le secteur des T. Dès lors, et en acceptant la logique de la théorie de l'absorption, un surplus de la balance courante se dégage. Graphiquement, on assiste à un déplacement de la position d'origine, I, vers le point II. La modification du rapport des prix entraîne également un déplacement de a) en b).

En considérant le niveau général des prix,

$$(2) \quad P = \alpha P_T + (1-\alpha) P_{NT}$$

où le coefficient  $\alpha$  représente la proportion de T dans l'économie.



et en supposant que la relation (1) demeure exacte, on peut dire qu'en terme de niveau général des prix, la PPA n'est pas une tautologie et qu'elle est infirmée dans le court terme.

Le raisonnement se poursuit alors par l'acceptation de la fonction de consommation monétariste. Selon cette dernière, une augmentation de la richesse nationale, suscitée par le surplus de la balance courante, stimule les dépenses qui, en raison du nouveau rapport des prix, vont se concentrer sur les NT. Le niveau des prix des NT va alors graduellement rejoindre celui des T. Dans ces conditions, il est possible de dessiner un chemin d'ajustement, du point II au point d'équilibre initial. La PPA se voit ainsi restaurée, et l'on peut parler d'une théorie exacte dans le moyen terme. [\*19]

En fait, si le choc qui affecte l'économie n'est pas de nature

strictement monétaire, mais structurelle, on ne peut en aucun cas être en mesure d'attendre que la théorie de la PPA se vérifie. Ainsi, par exemple, la découverte d'un champ pétrolier modifie les termes de l'échange, parce que la structure-même de l'économie a changé.

Il a donc été démontré qu'à la suite d'un choc monétaire, la PPA ne résiste pas dans le court terme, mais se voit finalement restaurée. Le problème consiste maintenant à analyser ce qui se passe dans la majeure partie des cas, c'est-à-dire lorsque le choc qui affecte l'économie n'est pas de nature rigoureusement monétaire.

#### 1.1/4 La PPA et la structure des économies

Bela Balassa, de la Johns Hopkins University, a dans un célèbre article avancé l'idée que les pays industrialisés ont une tendance à la surévaluation de leurs monnaies tandis que l'inverse se produit pour les pays en voie de développement (PVD). [\*20] Cette conclusion est à nouveau issue d'un raisonnement qui voit la division de l'économie en deux secteurs, NT et T. Balassa a alors fait l'observation qu'en raison de l'unicité du marché du travail dans un pays donné, le coût du facteur travail est le même pour les deux secteurs en question.

On peut illustrer son approche par l'exemple suivant. Supposons que dans le pays industrialisé A, la productivité moyenne d'un ouvrier travaillant dans le secteur de l'acier lui permette de produire une tonne par jour, à la valeur de 50 \$ au prix international. Son salaire, en simplifiant, est donc de 50 \$ par jour. Dans le but d'empêcher les coiffeurs de travailler dans le secteur de l'acier, on doit leur garantir un salaire compétitif, donc à nouveau, pour des raisons de simplification, égal à 50 \$ par jour. Si ce coiffeur peut faire 25 coupes par jour, le prix de la coupe vaut 2 \$ pour que l'on atteigne l'équilibre sur le marché du travail.

Dans le pays B, qui au contraire ne dispose pas de l'infrastructure et du savoir-faire qui caractérisent le pays A, un ouvrier ne peut produire qu'une demi tonne par jour et ainsi ne gagne quotidiennement que 25 \$.

Le point central de l'analyse de Balassa consiste à formuler l'hypothèse qu'il existe des différences notables de productivité du travail dans les industries produisant des biens soumis à l'influence du commerce international, alors que la productivité du travail est similaire dans les industries protégées - la coiffure - du monde entier. Ainsi, en acceptant ces hypothèses extrêmes, le prix d'une coupe de cheveux est de 1 \$ dans le pays B et de 2 \$ dans le pays A. [\*21]

Balassa a testé son approche théorique et les résultats montrent que le degré de sous-évaluation d'une monnaie par rapport au

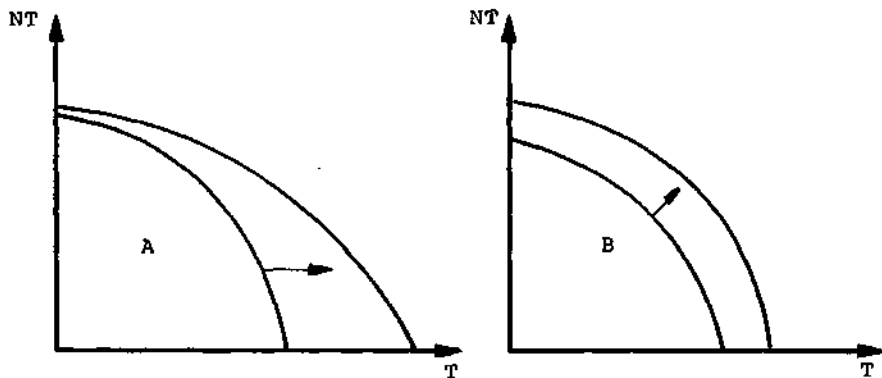
dollar, est une fonction croissante de la différence entre le revenu par tête de ce pays et celui des Etats-Unis. L'"effet Balassa" permet de re-définir la théorie de la PPA de la manière suivante :

$$(1) \quad \dot{E} = \dot{P} - \dot{P}^* + q \quad \text{un point sur une variable indique une dérivée par rapport au temps.}$$

où  $\dot{P} = \alpha \dot{P}_T + (1-\alpha) \dot{P}_{NT}$

Sous cette forme (1), la PPA n'est plus une tautologie puisque l'on introduit le facteur  $q$  qui dépend de la croissance du pays considéré, ou plutôt de son degré de spécialisation dans le commerce international. [\*22] Ainsi, en faisant abstraction d'autres facteurs, ce phénomène est à la base de la surévaluation du franc suisse (en raison de l'importance et de la compétitivité relatives du secteur des biens et services échangeables) et explique pourquoi les touristes helvétiques trouvent un avantage à passer leurs vacances dans le Sud de l'Italie. D'après Dornbusch, "... l'évolution divergente du niveau des prix est entièrement due à l'existence de biens et services non-échangeables et non à l'échec de l'arbitrage spatial - la loi du prix unique - pour les biens et services échangeables. [\*23]

Graphiquement, si le choc n'est pas strictement monétaire, la courbe de transformation se modifie, et ainsi la PPA ne peut se rétablir dans le sens décrit plus haut (en supposant bien sûr que les modifications structurelles ne soient pas identiques dans les pays considérés).



#### 1.1/5 PPA et économétrie

Au-delà de la querelle entre économistes issus de l'Ecole anglo-

saxone, qui apprécient l'économétrie, et ceux de l'Ecole française traditionnelle, qui s'en méfient, l'économétrie permet de remettre de l'ordre dans les querelles doctrinaires. En ce qui concerne la doctrine de la PPA, son apport s'est limité à trois domaines :

- efficacité du marché des changes,
- tests de la validité de la doctrine de la PPA,
- tests de la relation causale.

### 1.15/1 Efficacité du marché des changes

La doctrine de la PPA met en relation le prix des biens et services des différents pays à travers le marché des changes. Aussi peut-on considérer que l'utilité même de la doctrine dépend de l'efficacité de ce marché. En fait, on cherche à savoir si les déviations de la PPA observées résultent de la faiblesse de la théorie ou du mauvais fonctionnement du marché des changes.

Le concept d'efficacité est défini de la manière suivante : les anticipations des opérateurs du marché des changes à la période  $t$  incorporent de manière correcte toutes les informations disponibles à cette époque; en d'autres termes, il n'y a pas d'opportunités de profit inutilisées. Aussi, la différence entre ces anticipations et le cours observé reflète-t-elle uniquement des informations nouvelles. L'écart constaté doit par conséquent être une variable aléatoire d'espérance mathématique nulle. Les anticipations des opérateurs constituent alors un estimateur sans biais du cours au comptant futur. Ainsi, un opérateur utilisant systématiquement le cours à terme pour pronostiquer le cours au comptant futur, ne fait en moyenne, ni perte ni gain de change.

De nombreux économistes ont fait des analyses de régression sur des équations de la forme suivante : [\*24]

$$(1) \quad \ln S_{t+n} = a + b \ln F_{t,n} + U_t$$

$S_{t+n}$  : taux au comptant observé au temps  $t+n$  .

$F_{t,n}$  : taux à terme à  $n$  unités de temps, fixé au temps  $t$  .

ou

$$(2) \quad (S_{t+n} - S_t) / S_t = a + b (F_{t,n} - S_t) / S_t + U_t$$

$$(3) \quad \ln (S_{t+n}/S_t) = a' + b' \ln (F_{t,n}/S_t) + U'_t$$

$\ln$  : logarithme naturel

Tous les résultats convergent vers la conclusion que le taux à terme est un estimateur sans biais du cours au comptant futur. Il convient toutefois d'être prudent en interprétant ces résultats, tant les performances du taux à terme comme indicateur du futur taux au comptant sont décevantes. En effet, dans l'article cité plus haut, Levich démontre que même en prenant des reports (ou déports) de plus de 10%, ou plus de 20%, il est difficile de prévoir la direction de l'évolution du TC au comptant ! (La prévision est très mauvaise pour le report (ou déport) à 1 mois, mais elle tend à s'améliorer pour de plus longues périodes. Lorsque le report était supérieur à 10%, 39% des prévisions étaient correctes à 1 mois, 43,4% à 3 mois, 59,3% à 6 mois et 58,6% à 12 mois).

Certains économistes émettent néanmoins des doutes quant à l'hypothèse d'efficacité du marché. Henri Loubergé de l'Université de Genève voit l'origine d'un biais dans l'intervention des banques centrales et les coûts de transaction. [\*25] En partant de l'observation que certains modèles privés de détermination des taux de change parviennent à de meilleurs résultats que le taux à terme, David King arrive à la même conclusion que Loubergé. [\*26] De plus, il démontre que l'aversion pour le risque introduit un biais dans le marché des changes et ainsi la possibilité de profit. [\*27]

Mis à part ces deux exemples, la controverse n'est toutefois pas très animée à propos de l'efficacité du marché, qui peut dès lors être acceptée. Il est fort possible que ce consensus, inhabituel dans le monde des économistes, provienne du fait que cette notion relativement nouvelle n'ait pas à se battre contre une théorie plus ancienne.

#### 1.15/2 Tests de la validité de la doctrine de la PPA

Nombreuses sont les études qui ont testé la doctrine de la PPA, dans sa forme absolue et dans sa forme relative, avec ou sans écarts temporels (time-lag), dans le court terme et le long terme, à l'aide d'indices des prix globaux ou particuliers, ou encore dans une forme combinant les facteurs ci-dessus. [\*28]

Bien que certaines formulations obtiennent de meilleurs résultats, la conclusion générale que l'on peut tirer des tests empiriques, consiste à rejeter l'hypothèse de PPA. Même des monétaristes convaincus, tels Jacob Frenkel (le nouveau chef de file de l'Université de Chicago), n'acceptent plus sans autre la validité de la PPA. Ainsi selon ce dernier, "... ce lien lâche (entre prix et TC) semble être cumulatif. Les divergences de la PPA, mesurées en terme de la relation entre le taux de change et les diverses mesures de l'indice des prix, semble persister". [\*29]

D'autre part, il a été démontré que cette déviation suit un processus aléatoire, ce qui évidemment renforce la conclusion d'ef-

ficiences du marché, en raison de l'absence d'opportunités de gain inexploitées. [\*30]

### 1.15/3 Prix et taux de change : test de causalité, ou l'hypothèse des cercles vicieux et des cercles vertueux

Jacob Frenkel s'est posé la question de savoir si les séries de prix sont économétriquement exogènes des séries de taux de change. Ses résultats ont montré que contrairement à la forme d'équations "traditionnelles", "... les prix ne "causent" pas les taux de change, alors que les taux de change "causent" les prix. ... Ce sens de causalité correspond à l'hypothèse selon laquelle la vitesse d'ajustement du marché des actifs financiers dépasse celle du marché réel. Ainsi, dans la mesure où les taux de change et les prix sont influencés par des facteurs communs, la différence des vitesses d'ajustement peut expliquer le sens de la relation causale observée". [\*31]

Cette observation fut à la base d'une importante littérature sur la théorie des cercles vicieux et des cercles vertueux. [\*32] Cette théorie cherchait à démontrer les différences existant entre les pays à fort taux d'inflation et connaissant une dépréciation continue de leur monnaie, et les pays à faible taux d'inflation connaissant une monnaie stable ou une tendance à l'appréciation. Sans entrer plus avant dans une théorie à orientation très économétrique, donnons-en simplement les conclusions les plus importantes. Les auteurs voient dans la politique monétaire accompagnante, la raison essentielle du cercle vicieux, alors que l'indexation des salaires et la dépendance de l'extérieur ne constitueraient que des facteurs secondaires. A mon avis, ces auteurs, généralement des monétaristes, confondent causes et effets. Les causes sont justement l'indexation des salaires et la dépendance de l'extérieur, tandis que l'accompagnement monétaire n'est que la manifestation d'une politique accrue à l'impasse du sous-emploi, alors que ces auteurs voient généralement une option délibérée "des keynésiens qui habitent les banques centrales". Une conclusion à laquelle je souscris toutefois, consiste à dire qu'il vaut mieux mettre fin au cercle vicieux le plus tôt possible, puisqu'une attente trop longue se révélerait finalement trop coûteuse, en raison notamment de l'évolution dangereuse, quasi irrécupérable, de la formation d'anticipations inflationnistes à long terme.

### 1.1/6 L'évaluation du taux de change d'équilibre

Etant donné que la PPA n'offre qu'une aide très limitée à la détermination de la valeur d'équilibre des TC, ainsi qu'à leur évolution normale, certains économistes ont cherché une méthode plus adéquate. Bien placé pour effectuer ce genre de tâche, le F.M.I. n'a pourtant pas apporté une solution satisfaisante. [\*33]

Toutefois, il semble que la voie ouverte par Hooper et Morton, reprise par la Norgan Guaranty Trust Co of New York dans sa revue mensuelle "World Financial Markets", soit celle qui permette d'obtenir les meilleurs résultats, sans pour autant revêtir une forme trop complexe. [\*34] Ce mode de présentation met en relation les taux de change effectifs nominaux et les taux de change effectifs réels. [\*35]

Taux de change effectif réel,  $Q_i$  :

$$(1) \quad Q_i = \frac{P_i}{P^* \cdot E_i} \quad \begin{array}{l} E_i. : \text{taux de change effectif} \\ \text{nominal Note} \\ P^* : \text{niveau des prix à l'étranger} \end{array}$$

On prend les logarithmes :

$$\log Q_i = \log P_i - \log P^* - \log E_i.$$

On représente les logarithmes avec des lettres minuscules,

$$(2) \quad q_i = p_i - p^* - e_i$$

On prend les dérivées par rapport au temps :

$$(3) \quad \dot{q}_i = (\dot{p}_i - \dot{p}^*) - \dot{e}_i \quad \frac{d \log x}{dt} = \dot{x} = \frac{x_t - x_{t-1}}{x_{t-1}}$$

Il est possible de représenter graphiquement à la page suivante la relation entre les taux de change effectifs réels et nominaux, soit l'équation (3) :

La bissectrice dessinée indique l'ensemble des points sur lesquels le niveau des prix à l'étranger est égal au niveau national.

Dans ce même espace, on peut représenter la parité des pouvoirs d'achat.

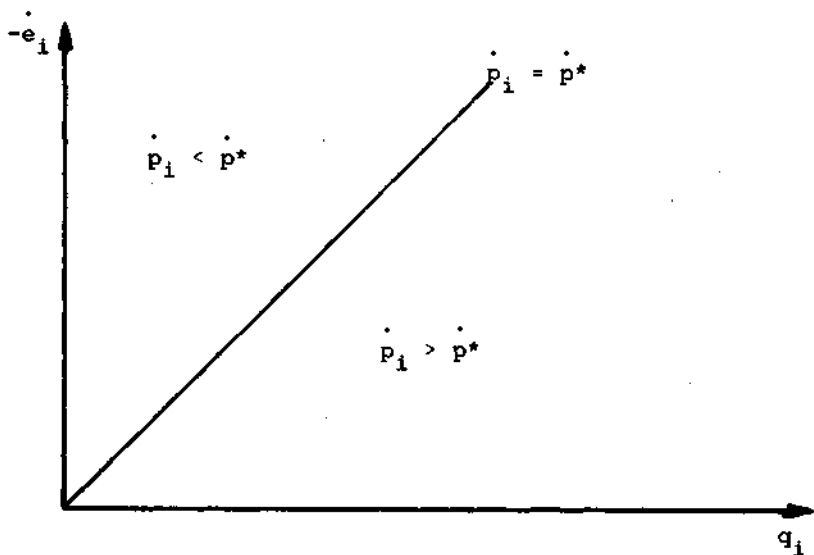
La PPA relative peut s'écrire de la manière suivante :

$$(4) \quad \dot{e}_i = \dot{p}_i - \dot{p}^*$$

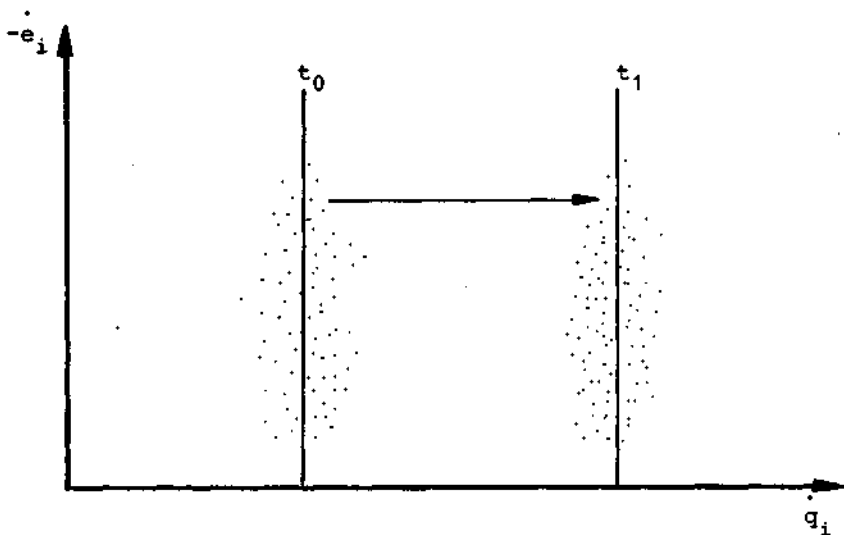
Donc  $\dot{q}_i = 0$  si l'on se place dans le cadre de l'équation (3), et graphiquement la PPA peut être représentée par une verticale. En fait, le fonctionnement du marché des changes permet par na-

---

Note voir l'article de Rhomberg pour les différentes pondérations possibles et leurs valeurs respectives.

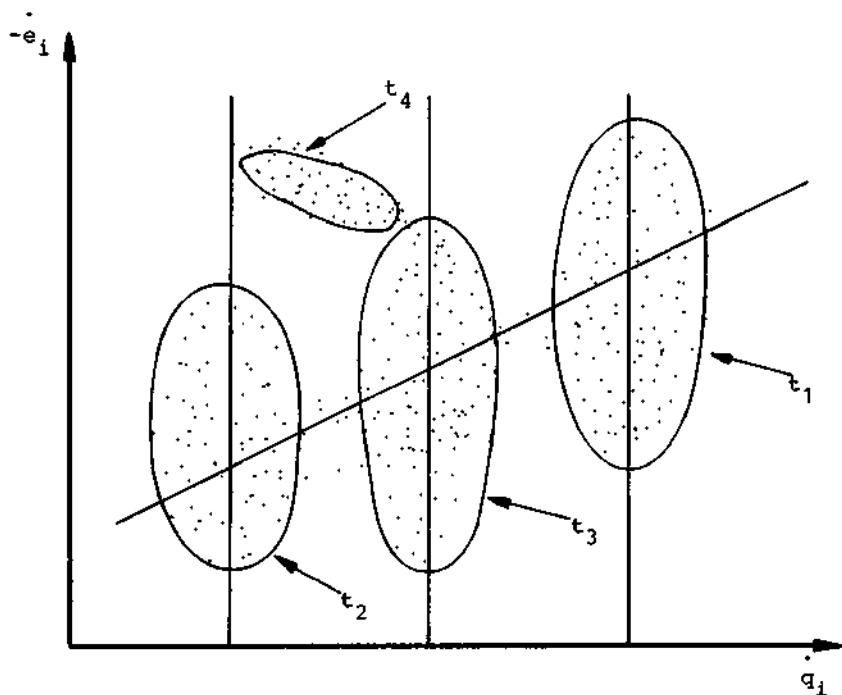


ture l'existence d'un nuage de points concentrés autour de cette verticale, notamment en raison des chocs monétaires qui affectent l'économie. Toutefois, la PPA est appelée à se modifier en fonction d'évolutions structurelles divergentes et l'on de-



vrait alors observer des déplacements latéraux de la verticale au cours du temps, que l'on peut par exemple schématiser par le passage de  $t_0$  à  $t_1$ .

Il convient cependant de se rendre compte que la structure des économies ne se modifie généralement pas du jour au lendemain (mis à part les chocs exceptionnels tels qu'une catastrophe naturelle ou la découverte d'un champ pétrolifère immédiatement exploitable). Ainsi, on est plutôt amené à observer un déplacement lent de la verticale, qui glisserait le long d'une courbe de régression mettant en relation  $\dot{e}_i$  et  $\dot{q}_i$  au cours du temps.



Le graphe ci-dessus représente l'évolution d'un pays hypothétique au cours du temps. On peut penser à un pays qui a connu une forte dévaluation suite à une augmentation soudaine du prix de ses importations de matière première. Le nuage de points s'est alors déplacé de  $t_1$  à  $t_2$ . Les autorités de ce pays ont alors mis sur pied un programme économique de conservation des matières en question ainsi que de revalorisation de celles disponibles dans le sous-sol national. Toutes choses égales par ailleurs, on est logiquement passé du nuage  $t_2$  au nuage  $t_3$ . Au temps  $t_4$ , l'on observe une évolution divergente de la valeur de la monnaie, qui serait due à de diverses causes telles que spé-

culation, modification temporaire du système de contrôle des changes, diversification de portefeuille, effet de substitution dans la gestion des encaisses des multinationales, etc.

Ainsi, les points dispersés le long de la courbe de régression sont compatibles avec les modifications structurelles; on peut dès lors les considérer comme étant "normaux". Les autres points représentent des situations structurelles et, dans ce cas, il faut parler d'évolution divergente ou de valeur "anormale" des TC.

Cette approche rappelle celle de l'Ecole française, qui fait mention de taux de change "satisfaisants" ou "acceptés", et celle de la Banque des Règlements Internationaux (B.R.I.) à travers son approche "pragmatique" de la politique de change. [\*36] D'autre part, elle favorise l'interprétation dynamique, en raison de sa visualisation aisée. Malheureusement, elle nécessite un nombre élevé d'observations, et donc des moyens de traitement électronique des données. Toutefois, il est tout de même possible sans grand support logistique, comme on le verra plus loin, de réaliser une approximation acceptable. [\*37]

Lorsque l'on parle de taux de change d'équilibre, il convient toutefois de ne pas s'enfermer dans un cadre théorique coupé des flux réels. Le critère défini par Nurkse, qui introduit les notions d'équilibre à long terme de la balance courante et de degré satisfaisant d'emploi, conserve ainsi toute sa valeur. [\*38]

### 1.1/7 Conclusions concernant la PPA

Au terme de cette analyse de la doctrine de la PPA, il est opportun de résumer les points importants et d'émettre certaines conclusions.

1. La PPA est une tautologie dans la forme suivante :

$$\dot{E}_{ij} = \dot{P}_{T,i} - \dot{P}_{T,j} \quad 1, j : 2 \text{ pays}$$

2. Si on la considère comme une théorie, alors :

- a) lors d'un choc strictement monétaire, la PPA se rétablit après un certain temps si elle existait avant;
- b) lors d'un choc réel, si les prix relatifs entre biens et services échangeables et biens et services non-échangeables évoluent différemment que dans les autres pays, la PPA ne peut en aucun cas rester valable. Il n'est alors pas permis de parler d'évolution divergente ou anormale des taux de change, comme le font pourtant nombreux commentateurs économiques.

### 3. L'"effet Balassa" implique :

- a) que la comparaison internationale du niveau des revenus est fautive lorsque l'on considère les taux de change du marché;
  - b) qu'il est difficile de comparer les pouvoirs d'achat en raison des différentes sociologies de la consommation, des différences structurelles, des différences de fiscalité, etc.
4. Il est dangereux de considérer la PPA comme un guide pour une politique de change. La PPA peut servir à évaluer la valeur d'équilibre d'une monnaie lors d'une importante perturbation d'origine monétaire. On peut ainsi critiquer ouvertement le plan OPTICA de la CEE qui propose que chaque participant tente de suivre un taux de change calculé sur la base de la PPA et révisé périodiquement. [\*39]
5. La PPA est plutôt une relation d'équilibre entre deux variables exogènes, une sorte de raccourci plus qu'un modèle de détermination des taux de change et des prix. [\*40] Cela implique qu'une politique économique doit être logique, puisqu'il est fort probable qu'une politique affectant les prix relatifs modifie aussi les taux de change.

### 1.2 Intégration du marché financier ou la parité des taux d'intérêt

La théorie de la parité des taux d'intérêt a connu jusqu'à présent une publicité et un intérêt moins grand que celle de la PPA. Cela peut s'expliquer par de multiples raisons. Premièrement, il faut prendre en considération le réflexe psychologique courant qui induit le grand public à ne s'intéresser qu'au visible, au palpable, et ceci au détriment de l'intangible. Les mécanismes affectant les flux réels sont ainsi mieux perçus que ceux réglant les flux financiers. N'est-il pas en effet courant, parmi le grand public toujours, de rencontrer des gens qui imaginent des avions ou des cargos chargés de billets de banque, lorsque l'on parle de spéculation massive sur une monnaie ou de fuite de capitaux vers l'étranger ?

La deuxième raison tient à la relative faiblesse de la théorie keynésienne consacrée à la formation des taux d'intérêt ainsi qu'à leur rôle dans le fonctionnement de la machine macroéconomique. Si je parle de relative faiblesse, c'est en raison de la solidité extraordinaire de la théorie de l'économiste américain Irving Fisher (1867-1947). [\*41] Fisher a en effet d'avantage marqué la théorie économique par ses considérations concernant les taux d'intérêt que sa théorie quantitative de la monnaie, d'essence purement classique.

La troisième, et peut-être la plus importante raison, provient

de la passivité des milieux universitaires en matière de recherche sur les taux. Ce manque d'intérêt a certainement été provoqué par (1) l'absence de querelles doctrinaires au niveau de la théorie, ainsi que par (2) la relativement récente libéralisation des mouvements de fonds internationaux. La convertibilité des monnaies, la création et le développement des Euromarchés, les fonds brûlants, la théorie de Mundell-Fleming, l'expansion des multinationales, l'explosion des marchés à terme, le flottement des monnaies, etc, constituent autant de facteurs qui expliquent la mobilité croissante des capitaux, et par conséquent une tendance marquée à l'intégration des marchés financiers.

La flambée dramatique des taux d'intérêt américains a au moins eu le mérite de réveiller les foules et les spécialistes, et de poser, en termes brutaux peut-être, un problème qu'il reste à résoudre. Selon la nature des conclusions relatives au degré d'intégration financière, les hypothèses monétaristes concernant l'indépendance ou l'insularisation des politiques monétaires en régime de changes flottants peuvent être confirmées ou rejetées. Il est ainsi possible de mettre en cause une fois de plus, et par un autre chemin, le bien-fondé des théories de l'équilibre général d'essences monétaristes.

Cette perte d'autonomie nationale dépasse le contexte purement économique, puisqu'elle peut fort bien exacerber des sentiments nationalistes, déjà éveillés par le climat de sous-emploi que connaissent actuellement les économies occidentales. Que cette perte d'autonomie soit fictive ou réelle ne change en rien la politisation croissante d'un phénomène économique mal connu et souvent mal interprété. [\*42] Toutefois, avant de traiter des implications politiques de l'intégration financière, il convient de définir plus précisément la doctrine de la parité des taux d'intérêt.

### 1.2/1 Définition

Dans la littérature, on parle de deux types de parité des taux d'intérêt :

- a) La Parité Fermée des Taux d'Intérêt (PFTI), qui signifie que le différentiel des taux nominaux est égal au report (ou déport) sur la monnaie étrangère. On la rencontre aussi sous le nom de "Fisher closed".
- b) La Parité Ouverte des Taux d'Intérêt (POTI), qui signifie que le report (ou déport) est fixé par les anticipations des opérateurs du marché des changes et que le différentiel des taux nominaux tend vers cette valeur. On la rencontre aussi sous le nom de "Fisher open".

Ces deux approches correspondent à des attitudes différentes vis-à-vis du risque sur le marché des changes. Les arbitrageurs\* considèrent la parité fermée alors que les spéculateurs raison-

\* en anglais "arbitrager", aussi traduit par arbitragiste et par arbitreur

ment dans le cadre de la parité ouverte. Ces deux approches rappellent encore les deux théories "modernes" de la détermination du taux de change à terme.

En fait, la première théorie n'est autre qu'une réinterprétation de la théorie classique de Keynes par l'Ecole des cambistes français. [\*43] Ceux-ci affirment que dans la pratique, la banque cote le cours à terme en ajoutant (ou en retranchant) au cours au comptant le différentiel observé sur l'Euromarché.

La seconde théorie, ou la théorie Moderne de la détermination des taux à terme, décrit un mécanisme selon lequel spéculateurs et arbitrageurs déterminent ensemble le cours à terme. [\*44] Les opérateurs anticipent le niveau du cours au comptant futur et les arbitrageurs font jouer la loi de la PFTI. Le cours s'établit alors entre ces deux valeurs, en fonction du rapport de force déterminé par les montants engagés.

### 1.2/2 La parité fermée des taux d'intérêt

Comme Keynes l'a démontré, les arbitrageurs raisonnent mécaniquement, selon le processus suivant : l'investisseur potentiel va d'abord se poser la question s'il est préférable de conserver sa monnaie nationale, par exemple le franc suisse,

$$(1) \quad x (1+i_{CH}) \qquad x : \text{investissement}$$

ou d'investir en monnaie étrangère, par exemple le dollar, en se couvrant à terme,

$$(2) \quad \frac{1}{S} (1+i_{US}) F \cdot x \qquad S : \text{taux au comptant} \\ F : \text{taux à terme}$$

Donc, il compare (1) et (2) :

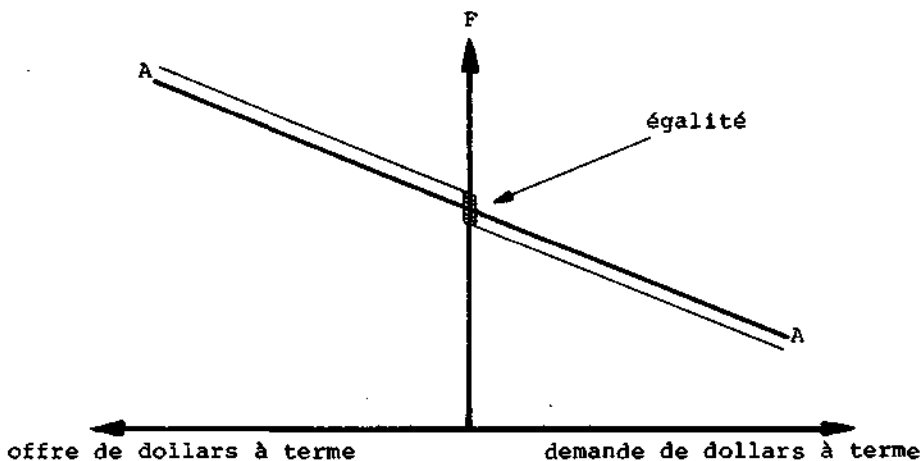
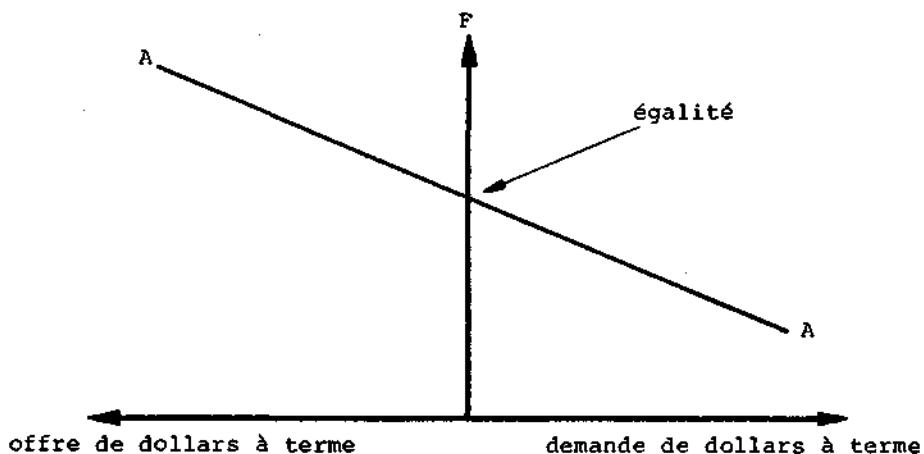
$$(3) \quad x (1+i_{CH}) \stackrel{?}{\geq} \frac{1}{S} (1+i_{US}) \cdot F \cdot x$$

L'égalité ou le sens de l'inégalité va alors décider de son choix d'investissement. Il est possible de représenter graphiquement sur la page ci-après cette opération.

Toutefois, ainsi que le montre le second graphe de la page suivante, on s'est rendu compte que la parité ne pouvait se réaliser parfaitement en raison de l'existence des coûts de transaction et des risques politiques [Note] qui entraînent ainsi des facteurs de distorsion dans la PFTI. [\*45]

---

Note Par risques politiques, on entend par exemple l'introduction de nouvelles régulations sur le marché des changes.



Ces coûts de transaction et ces risques politiques ont ainsi modifié la représentation graphique, puisque l'on peut dès lors considérer que l'équilibre est atteint non plus seulement en un point unique, mais sur n'importe quel point du segment représenté ci-dessus.

Algébriquement :

$$(4) \quad \frac{1+i}{1+i^*} = \frac{F \cdot K}{S}$$

K : risques politiques et  
coûts de transactions

en prenant les logarithmes,

$$(5) \quad \log(1+i) - \log(1+i^*) = \log F - \log S + \log K$$

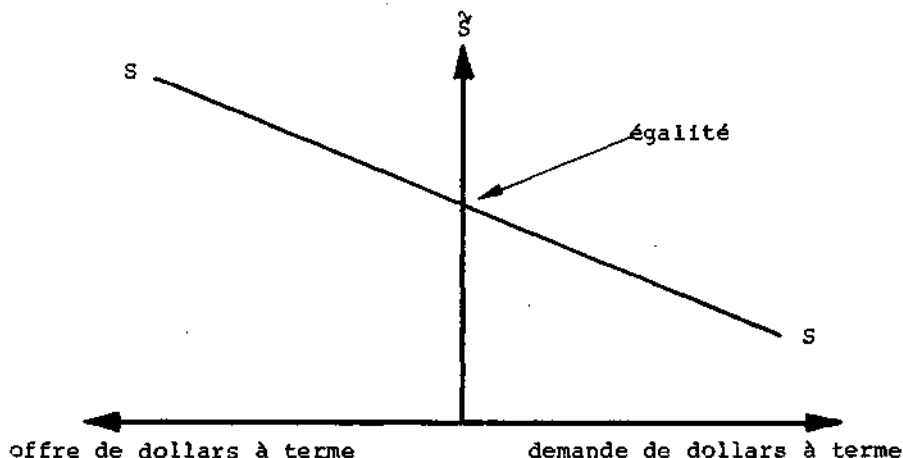
puis en changeant les variables,

$$(6) \quad r - r^* = f - s + k$$

Les articles cités ont testé la forme d'équation (6). Toutefois il est très difficile d'effectuer des tests empiriques sérieux en raison de la non-similitude des obligations émises dans divers pays. Par exemple, il est très hasardeux de prétendre que des Bons du Trésor américain sont comparables à des Bons du Trésor italien. Mis à part les considérations relatives à la sécurité des investissements, il faut tenir compte des échéances qui ne concordent que rarement.

Etant donné la relative homogénéité des émissions sur les Euro-marchés, les tests s'y sont multipliés et arrivent généralement à la conclusion que la PFTI domine les Euromarchés. En raison de l'absence de risques politiques, seuls les coûts de transaction expliquent les légères divergences observées. Par contre, il a été plus difficile de vérifier la PFTI sur les marchés nationaux, où les divergences sont plus marquées et peuvent s'expliquer par la non-homogénéité des obligations.

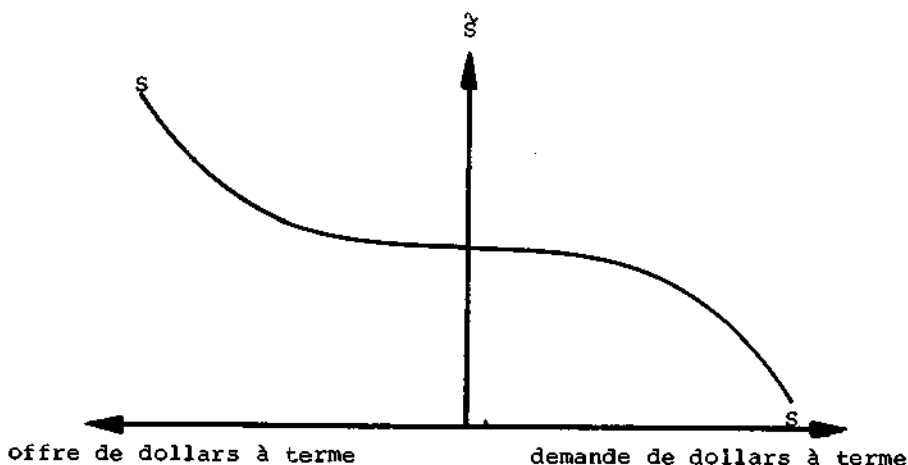
### 1.2/3 La parité ouverte des taux d'intérêt



La Parité Ouverte des Taux d'Intérêt (POTI) fait appel à un concept économique très à la mode depuis les travaux de Stanley Black : les anticipations rationnelles ("rational expectations"). [\*46] Les spéculateurs vont en effet attendre ("expect") que le taux à terme soit égal au taux au comptant à terme.

$$(7) F_{t,t+s} \stackrel{?}{=} \hat{S}_{t+s} \quad \hat{\cdot} : \text{sur une variable signifi-} \\ \text{cative attendue ("expecta-} \\ \text{tion")}$$

Les spéculateurs s'engagent alors sur le marché en fonction de l'égalité ou du signe de l'inégalité que prend l'équation (7). En fait, il n'est pas correct de représenter par une droite les décisions des spéculateurs. Comme Grubel l'a démontré dans l'ouvrage cité plus haut, "l'inconvénient" marginal de la spéculation à terme croît avec les montants engagés, ce qui modifie l'élasticité de la courbe, que l'on peut dès lors représenter de la manière suivante :



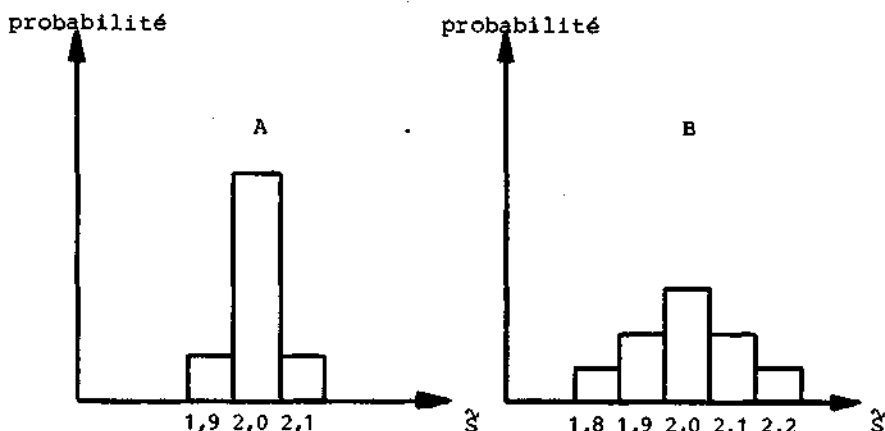
Pour des raisons de clarté dans l'exposé, je continue néanmoins à représenter la fonction de comportement par une droite.

La littérature économique a toutefois, dans un souci de vérité, introduit un facteur de distorsion supplémentaire avec la notion de risque de change.

$$(8) F = \hat{S} \cdot Z \quad Z : \text{risques de change}$$

La valeur de ce risque de change dépend de la variance de la courbe de répartition des anticipations de la valeur du TC au comptant à terme. On imagine alors les deux situations suivantes :

Courbes de distribution des probabilités du TC au comptant à terme



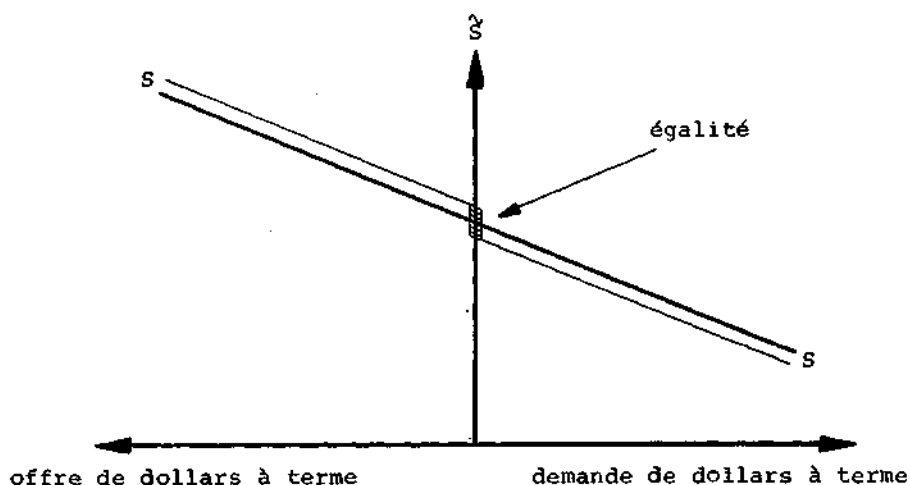
Les graphes A et B représentent deux situations dans lesquelles la moyenne est égale à 2,0. Toutefois, étant donné la variance plus faible de la situation A, les spéculateurs la considèrent comme étant moins risquée. Par conséquent, la valeur de Z, c'est-à-dire le risqué de change, est plus petite. On peut en quelque sorte considérer Z comme une assurance.

On est ainsi en mesure de tracer une courbe similaire à celle de la PFTI, en introduisant Z et K (coûts de transaction) : (voir graphe de la page suivante)

En raison de l'existence de ce segment, il est possible que le marché financier soit parfaitement intégré, même lorsque la parité "ponctuelle" des taux d'intérêt n'est pas réalisée. L'introduction des facteurs K et Z permet d'obtenir une équation similaire à (6) :

$$(9) \quad r - r^* = \tilde{s} - s + k + z \quad \text{lettres minuscules : logarithmes}$$

Il est malheureusement très difficile de tester empiriquement une équation de la forme (9), en raison de l'impossibilité matérielle de mesurer les anticipations, . Il existe toutefois une possibilité de mieux cerner le problème, fournie par la lit-



térature concernant la théorie Moderne de la détermination du taux à terme. [\*47] En fait, on ne parvient pas à tester la POTI, mais les divergences observées de la PFTI peuvent nous fournir des éléments essentiels à la compréhension de la structure du marché. Une divergence régulière peut être interprétée comme une domination de la part des spéculateurs, donc de la POTI, sur le marché. Généralement, ces études confirment la prédominance de la PFTI sur les Euromarchés. Sur les marchés nationaux, les conclusions sont moins catégoriques et peuvent changer radicalement, selon les périodes et les pays considérés. Il convient alors de rester très prudent et de se rappeler les réserves émises à propos de la non-homogénéité des obligations. Ainsi, une divergence de la PFTI, même importante, ne valide pas forcément la POTI.

#### 1.2/4 Parité et taux d'intérêt réel

A ce stade de l'analyse, il convient d'introduire la notion de taux d'intérêt réel, donc de prendre en considération le taux d'inflation, et inmanquablement de rappeler la PPA. [\*48]

Parité des pouvoirs d'achat :

$$(1) \tilde{p}_{t,t+1} = \tilde{p}_{t,t+1}^* + \tilde{e}_{t,t+1} \cdot q_t$$

lettres minuscules :  
 logarithmes  
 q, k, z : facteurs de distorsion déterminés plus haut.

Parité fermée des taux d'intérêt :

$$(2) \quad r_{t,t+1} - r_{t,t+1}^* = f_{t,t+1} - e_t + k_t \quad r = \log(1+i)$$

Définition de Fisher :

$$(3) \quad r_{t,t+1} = \rho_t + \tilde{p}_{t,t+1} \quad \rho_t, \rho_t^* : \text{taux d'intérêt réel}$$

$$(4) \quad r_{t,t+1}^* = \rho_t^* + \tilde{p}_{t,t+1}^*$$

Parité ouverte des taux d'intérêt :

$$(5) \quad \rho_{t,t+1} = \tilde{e}_t + z_t$$

Différence des taux d'intérêt réels :

$$(6) \quad \rho_{t,t+1} - \rho_{t,t+1}^* = (r_{t,t+1} - r_{t,t+1}^*) - (\tilde{p}_{t,t+1} - \tilde{p}_{t,t+1}^*)$$

On introduit (1) et (2) :

$$\rho_{t,t+1} - \rho_{t,t+1}^* = f_{t,t+1} - e_t + k_t - \tilde{e}_{t,t+1} - q_t$$

On introduit (5) :

$$\rho_{t,t+1} - \rho_{t,t+1}^* = (\tilde{e}_{t+1} - e_t) - \tilde{e}_{t,t+1} + (k_t - q_t + z_t)$$

Comme  $\tilde{e}_{t+1} - e_t = \tilde{e}_{t,t+1}$ , on arrive à la formulation suivante :

$$(6') \quad \rho_{t,t+1} - \rho_{t,t+1}^* = k_t + z_t - q_t$$

Si les facteurs de distorsions sont nuls, tel que le voient les monétaristes, alors les taux d'intérêt réels devraient être égaux dans tous les pays. Ainsi dans le monde "parfait" qu'ils imaginent, le taux de rendement du capital est identique puisque l'univers est homogène en tous points. Cette hypothèse absurde, que l'on rencontre déjà chez Hume, le père du monétarisme actuel, relève plus d'une vision du monde que d'une analyse économique. Elle est pourtant à la base des modèles monétaristes de détermination des taux de change.

### 1.2/5 Conclusions concernant l'intégration financière

Il est plus facile de rejeter catégoriquement la PPA et l'intégration du marché réel que la PTI et l'intégration financière. Diverses études ont tenté de répondre à la question suivante : [\*49] a-t-on affaire à un marché financier mondial divisé en différentes zones d'unité monétaire ou à des marchés financiers nationaux, en relations plus ou moins étroites à travers les

mouvements de capitaux ?

Cette question revêt une importance considérable non seulement pour les théories de la détermination des taux de change, mais aussi pour l'efficacité des politiques monétaires. Si l'on a effectivement affaire à un marché financier international intégré, une politique monétaire ne pourra alors en aucun cas agir sur les variables réelles en régime de changes flottants (par exemple, niveau de l'emploi ou taux d'intérêt réel). Si au contraire l'intégration financière n'est pas parfaite, la politique monétaire offre un instrument capable d'influencer les variables réelles en régime de changes flottants.

Toutes les études existantes à ce jour parviennent à la conclusion que les marchés monétaires nationaux ne sont pas segmentés, même s'ils ne sont pas parfaitement intégrés. Toutefois, l'évolution actuelle des marchés financiers [\*50] porte à croire que les changements institutionnels intervenus récemment au Japon et aux Etats-Unis ont renforcé le degré d'intégration financière internationale, déjà fort élevé à la suite de l'explosion des activités bancaires internationales au cours de la deuxième partie des années 70. [\*51] En fait, on peut considérer qu'après avoir assisté à une concurrence entre banques internationales, on assiste à une concurrence non moins intense entre des Etats qui désirent profiter d'un secteur en expansion.

En matière d'intégration financière, deux concepts ne doivent cependant pas être confondus : la mobilité et la substituabilité des capitaux.

a) La mobilité parfaite des capitaux signifie que les agents équilibrent instantanément la composition de leurs portefeuilles en fonction de l'évolution des taux d'intérêt. La parité fermée des taux d'intérêt devrait donc être vérifiée, en tenant compte bien sûr des coûts de transaction et des risques politiques mentionnés plus haut.

b) La substituabilité parfaite des capitaux (entre obligations nationales et étrangères) constitue une hypothèse plus forte. Elle signifie que les propriétaires de portefeuilles d'actifs financiers sont indifférents quant à leur composition; pour autant que le rendement soit le même exprimé dans une monnaie commune. Cette hypothèse implique par exemple la vérification de la parité ouverte des taux d'intérêt et, bien qu'il soit impossible de la tester empiriquement, les monétaristes l'acceptent. En d'autres termes, la substituabilité parfaite des capitaux signifie des risques de change nuls. Elle introduit d'autre part la notion d'asymétrie vis-à-vis des monnaies; elle permet par exemple de différencier le peso argentin du dollar, même si les rendements sont les mêmes.

Au terme de ce débat sur le degré d'intégration financière, on peut sans autre affirmer qu'il est très élevé. La mobilité des

capitaux, sans être parfaite, croît sans cesse, tandis que l'hypothèse de substituabilité est plus difficile à soutenir. Par conséquent, on peut légitimement douter de l'indépendance des politiques monétaires. Afin de reconquérir cette souveraineté, il faut envisager une modification des mécanismes institutionnels actuels. Ainsi, on devrait entreprendre une étude coût/avantage avant de s'engager dans un processus de segmentation.

Dans la mesure où le degré d'intégration financière est élevé, quel est le processus de fixation des taux d'intérêt, ou, en d'autres termes, est-ce qu'un pays est "faiseur" de prix ou "preneur" de prix ? C'est à ces questions que Dennis Logue a tenté de répondre dans une étude concernant les principaux pays de l'OCDE. Selon lui, bien que les taux d'intérêt soient soumis à des facteurs internationaux communs, il est possible de former deux groupes régionaux : l'un gravitant autour de l'Allemagne et l'autre autour des Etats-Unis. [\*52] Dans une autre étude, Fase [\*53] soutenait la thèse d'une influence américaine unique; une thèse qui d'ailleurs a été récemment confirmée par Bruno Müller de la Banque Nationale Suisse dans une étude présentée au dernier Séminaire de Constance. [\*54]

### 1.3 Théories de la détermination des taux de change

Depuis le passage aux taux de change flottants, les revues spécialisées ont offert une place importante aux modèles de détermination des taux de change. Aux Etats-Unis surtout, les activités de conseil en matière de prévision des taux de change ont rencontré un énorme succès. Il convient toutefois de ne pas trop attendre de modèles, qui bien souvent ne constituent que des exercices de style et ont été créés parce que chaque économiste "distingué" qui se respecte, doit avoir proposé son propre modèle. Seuls quelques "originaux", comme David King, ont la prétention de disposer d'un moyen infallible pour prévoir l'évolution du cours des changes. [\*55] Si tel était véritablement le cas, je ne pense pas que ces "originaux" publieraient ainsi gratuitement une recette pour faire fortune, mais plutôt la conserveraient jalousement afin d'en tirer un profit maximum.

La théorie de la détermination des taux de change se révèle toutefois fort instructive lorsqu'elle est conçue dans le cadre d'une théorie de l'équilibre macroéconomique global. Dans ce cas, les modèles sont formés à l'aide de paramètres qui constituent alors des instruments de gestion économique. Dans la mesure où une théorie s'approcherait de la réalité, les autorités monétaires devraient en tenir compte, et par conséquent contrôler d'une manière cohérente les paramètres du modèle.

L'instabilité observée sur le marché des changes ainsi que l'absence d'explications convaincantes à ce propos, constituent

évidemment des preuves convaincantes du non fonctionnement du système de changes flottants. En abordant ces théories de la détermination des taux de change, il faut se rappeler que le flottage avait été demandé par les économistes monétaristes et que l'Administration américaine croyait que ce système améliorerait le fonctionnement de l'économie occidentale.

L'abondance de ces théories ou de ces modèles, ainsi que le manque de recul face à des théories récentes, compliquent passablement la tâche de l'économiste désireux d'approfondir une nouvelle matière. C'est donc dans un but de clarification que je propose une tentative de classification des théories, à l'aide du tableau de l'annexe 1 qu'il sera utile de consulter lors de la partie consacrée à l'approche économique qui s'oppose à l'approche psychologico-spéculative que nous examinerons en premier.

### 1.3/1 L'approche psychologico-spéculative

Cette approche considère que l'instabilité observée sur le marché des changes est liée à un accroissement de fonds spéculatifs dû essentiellement à (1) l'apparition de surplus gigantesques de balance courante dans des pays ayant une faible propension à consommer (l'OPEP) et à (2) l'importance croissante des entreprises multinationales.

La terminologie keynésienne distingue trois motifs de constitution et de détention des encaisses monétaires. Une fois les motifs de transaction et de précaution satisfaits, le sujet économique utilise la solde pour un motif de spéculation. En raisonnant dans le cadre défini par la Théorie Générale, on peut considérer que le marché n'est pas uniquement formé de spéculateurs professionnels, mais aussi d'agents économiques traditionnels en excès temporaire, ou permanent, de liquidité. Milton Friedman imagine quant à lui un marché des changes parfait sur lequel "il est improbable qu'il existe un groupe de spéculateurs professionnels qui réalise constamment du profit au dépend d'un groupe renouvelable de spéculateurs amateurs". [\*56]

Si la vision de Friedman dépassait celle de Keynes, il y aurait longtemps que, faute de spéculateurs malheureux, la spéculation se serait apaisée et que le calme régnerait sur ce marché devenu parfait. En considérant la vision keynésienne, on est en mesure de comparer la spéculation monétaire à la spéculation sur les marchandises, dans laquelle les perdants sont les consommateurs et les producteurs. En matière de spéculation monétaire, les perdants sont les détenteurs de monnaies qui ne participent pas au marché des changes, c'est-à-dire la majorité des agents économiques. (Il convient toutefois de différencier les deux types de spéculation. La spéculation sur les marchandises peut avoir un effet stabilisateur dont profiterait la totalité des agents. Ces spéculateurs ont la possibilité d'exercer cette influence positive en raison de la nature de leurs informations

qui sont beaucoup plus fiables que celles dont disposent les spéculateurs sur le marché des changes. D'autre part, contrairement à l'hypothèse généralement admise par les monétaristes, la monnaie n'est pas un bien comme les autres). Ainsi, même en faisant l'hypothèse extrême selon laquelle l'offre monétaire est régie par les forces du marché, on est contraint de constater que la demande correspond au cas typique de l'oligopole. [\*57] On s'éloigne ainsi considérablement du cadre de référence qui a permis à Friedman de dégager les avantages du flottement des monnaies.

Ainsi, à la place de la spéculation stabilisatrice dont parlait Friedman, le concept d'effet d'entraînement ("bandwagon effects") ou de spéculation auto-entretenu s'est développé. [\*58] Ces phénomènes ne sont pas incompatibles avec la notion d'efficacité du marché des changes dégagée plus haut. En fait, celle-ci constate uniquement l'absence d'opportunité de profit dans un marché caractérisé par un rapport vitesse/coût de l'information très avantageux. On peut ainsi très bien imaginer un marché efficace qui porte les taux de change à des niveaux totalement absurdes.

L'approche psychologico-spéculative a évidemment suscité la critique. Celle-ci s'est articulée sur plusieurs fronts :

a) Depuis la faillite de la banque Herstatt du 26 juin 1974, les banques ne conservent plus de positions ouvertes, mais les couvrent quasiment toutes à termes. [\*59] Cet argument n'a pas de poids, puisque si effectivement les banques ont généralement abandonné certaines pratiques spéculatrices pour leur compte, il n'en va pas de même lorsqu'elles agissent pour le compte de leurs clients.

b) Puisque la validité de la PPA peut se vérifier à moyen terme, les spéculateurs ne sont pas assez stupides pour s'engager dans une spéculation irrationnelle. C'est dans ces termes que Bachelor conteste l'approche psychologico-spéculative. [\*60] Son argument ne fait lui non plus pas le poids. Sans même mettre en cause le bien-fondé de son opinion concernant la PPA, on peut douter que les spéculateurs agissent dans le moyen terme, mais plutôt dans le court terme. McKinnon est d'ailleurs de cet avis, car selon lui, "les amples mouvements de change observés depuis 1973 rendent difficilement soutenable l'argumentation selon laquelle le marché est dominé par des opérations visant un but de profit à long terme. [\*61]

L'approche psychologico-spéculative permet de prendre en considération des variables de comportement ignorées par les approches plus traditionnelles. Toutefois, son inaptitude à quantifier ces variables la rend inopérante lorsqu'il s'agit de prévoir les mouvements futurs ou même d'expliquer la situation actuelle. D'autre part, on ne peut pas, par définition, l'em-

ployer dans un cadre plus global, comme un modèle d'équilibre macroéconomique général. C'est la raison pour laquelle il convient de passer à l'approche économique.

### 1.3/2 Approche économique

On pouvait s'en douter, la mésentente légendaire entre économistes persiste en matière de théorie de la détermination des taux de change. Comme dans beaucoup d'autres domaines, une approche classique ou traditionnelle est contestée par des économistes plus modernes qui n'arrivent pas à s'entendre entre eux. Cette approche moderne, ou approche par le marché des actifs financiers ("asset market approach"), se subdivise ainsi en approche monétaire, approche par l'équilibre des portefeuilles et approche par le phénomène de substitution des monnaies. Ces différentes approches seront traitées dans l'ordre indiqué par le tableau de l'annexe 1, qui facilite énormément la compréhension du développement de la théorie.

#### 1.32/1 Approche traditionnelle

L'approche traditionnelle se concentre sur le marché réel, et plus spécifiquement sur l'étude des flux réels internationaux. Les adeptes de cette approche considéraient simplement les fonctions d'offre et de demande sur le marché des changes qui, à l'époque, ne dépendaient que des importations et des exportations. [\*62] En effet, on ne parlait pas encore de commerce international, d'actifs financiers, de transferts unilatéraux ou d'interventions sur le marché des changes.

Le débat s'articulait autour de la doctrine de la PPA et de la théorie traditionnelle de la balance des paiements, c'est-à-dire autour de l'approche par les élasticités et par l'absorption. Comme on l'a vu précédemment, la doctrine de la PPA ne saurait en aucun cas constituer une théorie satisfaisante de la détermination des taux de change. D'autre part, la mobilité internationale des capitaux a tellement modifié les relations internationales, que les approches "balance des paiements" n'ont plus une grande signification.

En l'absence d'une théorie satisfaisante, les économistes ont étudié les comportements des opérateurs sur le marché des changes et ont envisagé de passer de la notion de flux à celle de stock. C'est ainsi qu'est née l'approche par le marché des actifs financiers.

#### 1.32/2 Approche par le marché des actifs financiers

Il est très difficile de dater précisément l'éclosion de cette approche. Toutefois, s'il fallait le faire, il semble que l'article de Marina von Neumann Whitman de 1975 ait été le premier à établir la relation entre l'approche monétaire de la balance

des paiements et la détermination des taux de change. [\*63] Ensuite, Dornbusch, Frenkel, Bilson, Branson, Isard, Kouri et Frankel, pour ne citer que les auteurs les plus féconds, ont développé trois voies différentes. [\*64]

Cette approche se distingue de l'approche traditionnelle par le fait qu'elle ne considère plus seulement les flux, mais aussi les stocks. D'autre part, et c'est là l'élément essentiel, l'approche par le marché des actifs financiers admet une mobilité quasi parfaite des capitaux. Une hypothèse que l'on peut légitimement accepter puisque l'on a vu que la parité fermée des taux d'intérêt est généralement démontrée.

L'approche par le marché des actifs financiers se subdivise ensuite en trois courants, selon des hypothèses quant au (1) degré d'intégration des marchés réels et financiers sur le plan international et (2) au comportement microéconomique des opérateurs.

### 1.322/1 Approche monétaire

C'est sous ce titre qu'il convient de ranger les premiers modèles de l'approche par le marché des actifs financiers. Il y a en fait deux types distincts de modèles monétaires, qui s'opposent en raison de leurs hypothèses différentes concernant la flexibilité des prix. Une Ecole propose des modèles monétaristes, c'est-à-dire des modèles faisant l'hypothèse d'une parfaite flexibilité des prix. Ses chefs de file sont Frenkel et Bilson, tous deux issus de l'Université de Chicago. L'autre Ecole admet une certaine rigidité des prix dans le court terme, ce qui l'a amenée à construire les fameux modèles de surréaction. Dornbusch du M.I.T. et Frankel de l'Université de Californie à Berkeley sont les deux principaux instigateurs de cette voie dissidente de l'Ecole de Chicago. Eux-mêmes se considèrent comme keynésiens. [\*65]

Ayant défini ce qui distingue ces deux approches, il convient maintenant de voir ce qui les unit. Premièrement, les deux types de modèle acceptent l'hypothèse de la validité de la PPA à long terme. Deuxièmement, ils envisagent un monde gouverné par la parité ouverte des taux d'intérêt, donc un monde dans lequel on peut parler de substituabilité parfaite des capitaux. En émettant encore l'hypothèse que seuls les résidents détiennent des actifs monétaires exprimés en monnaie nationale, il est possible de raisonner dans un univers composé d'un seul bien et d'une seule obligation, dans lequel seuls les marchés monétaires différencieraient les différents pays. En d'autres termes, nous avons affaire à une intégration réelle financièrement parfaite.

### 1.3221/1 Modèle monétariste

Il est intéressant de décrire brièvement le fonctionnement d'un modèle monétariste.

$$(1) \quad \begin{cases} m = p + \sigma y - \lambda i \\ m^* = p^* + \sigma y^* - \lambda i^* \end{cases}$$

lettres minuscules : logarithmes, sauf  $i$

$m$  : demande de monnaie

$\square$  : les équations encadrées représentent des hypothèses.

$$(2) \quad (m-m^*) = (p-p^*) + \sigma (y-y^*) - \lambda (i-i^*)$$

$$(3) \quad \square (i-i^*) = E(\Delta e) \quad E(\Delta e) = \ln \frac{\tilde{s}-s}{s}$$

L'équation (3) signifie que l'intégration financière est parfaite, et par conséquent que les facteurs  $k$  et  $z$  (coûts de transaction, risques politiques et risques de change) n'existent pas !

Les équations (2) et (3) permettent d'écrire :

$$(4) \quad p - p^* = (m-m^*) - \sigma (y-y^*) + \lambda E(\Delta e)$$

$$(5) \quad \square e = p - p^*$$

L'équation (4) signifie que l'intégration réelle est parfaite et par conséquent que le facteur  $q$  (modification structurelle) n'existe pas !

Le marché est d'autre part réglé par le mécanisme des anticipations rationnelles :

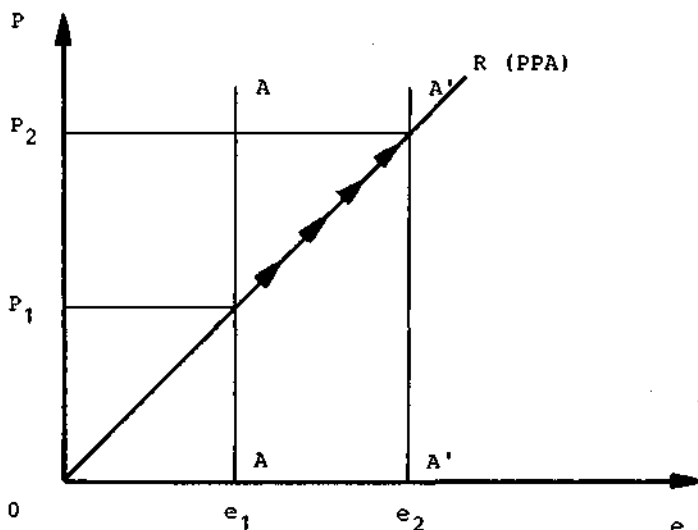
$$(6) \quad \square E(\Delta e) = E(\Delta p) - E(\Delta p^*)$$

En substituant (5) et (6) dans (4), on obtient :

$$(7) \quad e = (m-m^*) - \sigma (\bar{y}-\bar{y}^*) + \lambda [E(\Delta p) - E(\Delta p^*)]$$

Puisque les prix sont flexibles, le plein emploi est toujours réalisé, ce qui permet de considérer  $\bar{y}$  et  $\bar{y}^*$  comme étant fixés.

Ainsi, par exemple, une expansion monétaire exercera uniquement un effet sur les prix et les taux de change nominaux. Graphiquement, on peut représenter cette situation de la manière suivante :



OR représente l'équilibre sur le marché réel, donc la PPA est toujours vérifiée sur cette courbe. AA représente l'équilibre sur le marché des actifs financiers, ce qui signifie qu'une augmentation de la masse monétaire déplace AA en A'A'. [\*66] Les prix et les taux de change s'ajustent instantanément, ne permettant aucune déviation de la PPA. Le taux de change n'est alors qu'une variable nominale, déterminée sur le marché monétaire.

### 1.3221/2 Modèle de surréaction

C'est à partir de l'observation des déviations à court terme de la PPA que Dornbusch a élaboré le premier modèle de surréaction. [\*67] Ce professeur du M.I.T. estime en effet qu'en raison de l'existence de contrats, de l'inertie dans les modes de consommation, des imperfections du système d'information, etc, les prix ne peuvent s'ajuster instantanément, mais plutôt graduellement au cours du temps.

Dans les modèles de surréaction, une modification de la masse monétaire nominale a des répercussions sur la masse monétaire réelle, puisque les prix sont rigides dans le court terme. Un choc monétaire peut ainsi modifier des variables réelles, telles

que le taux de change réel par exemple. La formulation algébrique du modèle est la suivante :

$$(1) \quad \boxed{m = p + \sigma y - \lambda i}$$

$$m^* = p^* + \sigma y^* - \lambda i^*$$

$$(2) \quad m - m^* = (p - p^*) + \sigma (y - y^*) - \lambda (i - i^*)$$

$$(3) \quad \boxed{i - i^* = E(\Delta e)}$$

$$(4) \quad p - p^* = m - m^* - \sigma (y - y^*) + \lambda E(\Delta e)$$

Jusqu'ici, on retrouve les équations du modèle monétariste. La première modification intervient avec la prise en considération de la théorie de la PPA pour le long terme uniquement.

$$(5) \quad \boxed{\bar{e} = \bar{p} - \bar{p}^*}$$

Le taux de change peut ainsi diverger de la PPA dans le court terme. Cette déviation est alors rattrapée à une vitesse d'ajustement  $\theta$ . Dans le long terme, lorsque le taux de change se trouve en équilibre (selon la théorie contestée de la PPA), c'est à nouveau le différentiel d'inflation anticipée qui gouverne l'évolution des taux de change.

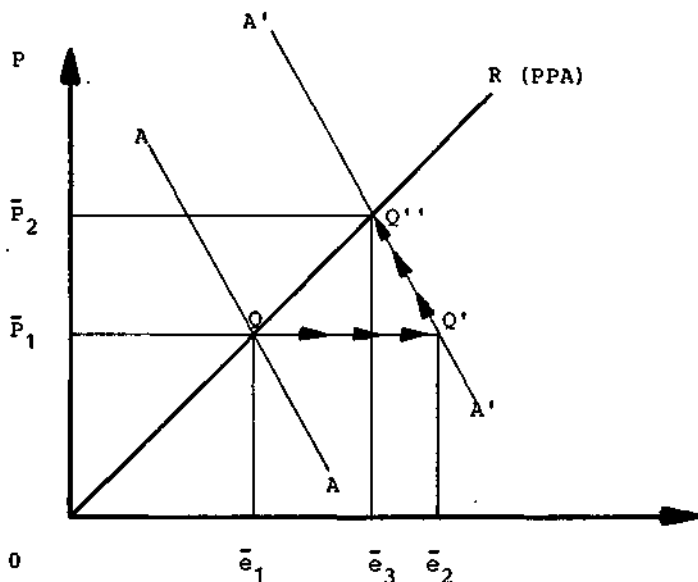
$$(6) \quad \boxed{E(\Delta e) = -\theta (e - \bar{e}) + (\pi - \pi^*)} \quad \pi = E(\Delta p)$$

En combinant l'équation (6) avec la parité ouverte des taux d'intérêt :

$$(7) \quad e - \bar{e} = -\frac{1}{\theta} [(i - \pi) - (i^* - \pi^*)]$$

La différence entre le taux de change du marché et sa valeur d'"équilibre" est proportionnelle au différentiel des taux d'intérêt réels (au sens de Fisher). Intuitivement, on admet en effet qu'une politique monétaire soudainement très restrictive provoque une hausse exagérée des taux d'intérêt qui induit une entrée massive de capitaux provoquant une appréciation de la monnaie au-delà de sa valeur d'équilibre.

Graphiquement, un modèle de surréaction prend la forme suivante :



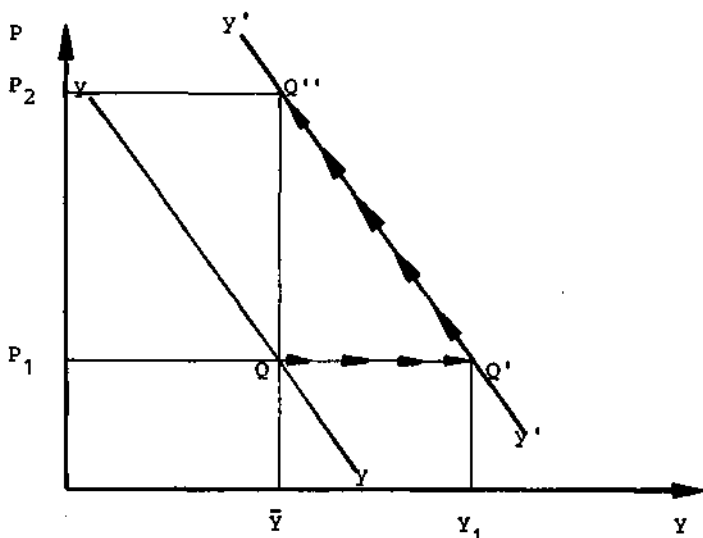
Une augmentation de la masse monétaire provoque une diminution des taux d'intérêt. En considérant la relation de l'équation (7), le taux de change du marché ( $e_2$ ) s'équilibre instantanément sur le marché financier et dépasse le taux d'équilibre ( $\bar{e}_3$ ). (Il le dépasse sur le graphe ci-dessus, mais il convient de répéter les remarques de la note [\*66] concernant le degré de mobilité des capitaux. On peut toutefois affirmer que le taux du marché diverge de la PPA tout au long du processus d'ajustement). Au point  $Q'$ , on se retrouve dans une situation où des taux d'intérêt plus bas et un niveau avantageux des prix des produits domestiques stimulent la demande. Cette hausse de la demande provoque une hausse des prix, et ainsi on retourne graduellement en  $Q''$  où l'équilibre sur les deux marchés est atteint simultanément.

Dans un univers géométrique composé des dimensions prix et revenu, le processus est le suivant représenté par le graphe de la page ci-après :

Le revenu est une fonction du taux de change, du niveau des prix et des taux d'intérêt :

$$Y = f(\bar{e}, \bar{p}, \bar{r})$$

Ainsi l'évolution des taux d'intérêt et des termes de l'échange



décrits plus haut provoque une hausse de la demande, qui finalement se répercute sur les prix. On se retrouve en équilibre avec un niveau des prix et un taux de change nominal différents, mais avec un niveau de revenu réel inchangé. [\*68]

En combinant l'équation (7) du modèle monétariste, représentant alors l'équilibre du taux de change à long terme, à l'équation (7) du modèle de surréaction, on obtient une formulation générale de l'approche monétaire de la détermination des taux de change :

$$(8) \quad e = (m - m^*) - \sigma (\bar{y} - \bar{y}^*) + \lambda (\pi - \pi^*) - \frac{1}{\theta} [(1 - \pi) - (1^* - \pi^*)]$$

Cette équation (8) est identique à l'équation (7) de l'approche monétariste, à l'exception du quatrième facteur explicatif, le différentiel des taux d'intérêt réels. [\*69] Si l'approche monétariste est exacte, ce facteur devrait être aléatoire. Économiquement, cela voudrait dire que la vitesse d'ajustement,  $\theta$ , est infinie !

### 1.3221/3 Evolution récente et conclusion concernant l'approche monétaire

Certains auteurs ont voulu affiner l'approche monétaire de la détermination des taux de change. Charles Wilson a introduit la notion d'anticipation dans l'annonce d'une politique monétaire et en a déterminé les effets. [\*70] Frenkel a introduit le rôle

des nouvelles ainsi qu'un mécanisme liant différemment les taux de change et les taux d'intérêt, selon que l'on se trouve en milieu inflationniste ou non. [\*71] Toutes ces propositions visaient à améliorer des modèles qui n'avaient pas supporté l'épreuve des tests économétriques. [\*72]

Les modèles de surréaction ont toutefois donné de meilleurs résultats que les modèles monétaristes, notamment en raison du facteur explicatif relatif au différentiel des taux d'intérêt. Cependant, la relation fondamentale entre la croissance monétaire et l'évolution des taux de change n'a pas donné les résultats que d'aucuns attendaient, puisque la valeur explicative de la croissance monétaire s'est révélée nulle ou très voisine de zéro. [\*73]

Sans évoquer les querelles doctrinaires, il faut avouer qu'il est bien dommage que les modèles monétaires se soient révélés autant inopératoires. Leur formulation simple aurait en effet simplifié la tâche des responsables de la gestion économique d'une nation. Malheureusement, la complexité du marché des changes dépasse celle de la vision purement monétaire.

#### 1.322/2 Approche par le phénomène de substitution des monnaies

Dans les modèles de type Dornbusch, l'effet de surréaction n'est possible qu'à la condition que seuls les résidents détiennent des encaisses libellées en monnaie nationale. Dans un cas contraire, une expansion de la masse monétaire ne provoquerait pas obligatoirement une baisse instantanée des taux d'intérêt.

Calvo et Rodriguez ont contesté cette hypothèse de base des modèles monétaires. [\*74] Ils ont en effet remarqué une tendance à la diversification des encaisses monétaires, opérée par les entreprises multinationales, les gérants de fortunes, les banques et même certains opérateurs privés. L'hypothèse principale des modèles de substitution veut que les agents soient indifférents à la composition de leurs encaisses (aux réglementations nationales près [\*75]), pour autant qu'on leur garantisse un change fixe. En changes flottants, les monnaies perdent leur caractère de substituabilité. En effet, les opérateurs du marché des changes les différencient entre "monnaies fortes" et "monnaies faibles". Une perturbation sur le marché des changes modifie la perception des opérateurs et provoque un mouvement de substitution qui amplifie la perturbation initiale et porte le taux de change au-delà ou en deçà de sa valeur d'équilibre. [\*76]

En d'autres termes, on peut dire que la demande de monnaie est très élastique (en raison de la substituabilité) alors que l'offre ne l'est pas, ce qui introduit un biais important dans la détermination de la valeur d'équilibre du taux de change.

Diverses études empiriques confirment l'hypothèse de l'existen-

ce du phénomène de substitution. [\*77] Cependant, il convient de ne pas confondre la validité d'un modèle avec son utilité. En effet, on ne voit pas de quelle façon, Bourguinat et Lacoue-Labarthe procéderaient pour construire "un indicateur de la vitesse de substitution internationale des monnaies basé sur l'évolution des masses monétaires des principaux pays industrialisés" ! [\*78] En fait, les motifs de substitution sont généralement imprévisibles puisqu'ils dépendent principalement du rôle des "nouvelles" mis en valeur par Frenkel. [\*79] Néanmoins une telle approche, bien qu'inutile dans sa valeur prévisionnelle, permet d'expliquer plus correctement ex post l'évolution des monnaies, que ne le peuvent les modèles monétaires.

### 1.322/3 Approche par l'équilibre des portefeuilles

L'approche traditionnelle, selon laquelle les taux de change varient en fonction des résultats de la balance courante, avait été combattue sur deux fronts. D'un côté par les théoriciens qui soulignaient, à raison, l'importance des flux financiers et de l'autre par l'évidence des faits.

Ainsi que nous l'avons vu, un vif intérêt a été alors manifesté aux modèles monétaires. Là aussi, l'évidence des faits est venue remettre de l'ordre dans un élan d'enthousiasme trop théorique. Les chercheurs ont alors pris conscience d'une corrélation naissante entre taux de change et balances courantes, que l'on peut dater à 1978, et se sont engagés dans une nouvelle voie, celle de l'approche par l'équilibre des portefeuilles.

Mis à part l'approche traditionnelle par les flux, Dornbusch et Frankel ont dénombré trois possibilités selon lesquelles la balance courante peut influencer l'évolution des taux de change. [\*80]

1. On peut remarquer que l'évolution des balances courantes a été dominée par les variations du prix du pétrole. Etant donné que les Etats-Unis sont producteurs de pétrole, on peut très bien émettre l'hypothèse que le dollar est favorisé aux dépens du mark, du yen, du franc français, du franc suisse et de la livre sterling. Les deux chocs pétroliers de 1973 et de 1979-80 auraient donc contribué à la bonne tenue relative de la devise américaine. Celle-ci aurait toutefois plus souffert du premier choc puisqu'il signifiait un échec inattendu de la politique américaine au Moyen-Orient. Le deuxième choc, par contre, aurait moins atteint les Etats-Unis puisque les plans de libéralisation des prix du pétrole intérieur étaient déjà sur une bonne voie. Pour le Royaume-Uni, la découverte de pétrole dans la Mer du Nord expliquerait le redressement spectaculaire de la livre.

2. La publication des résultats de la balance courante donne des indications fiables au marché concernant l'évolution réelle des échanges. Dans la mesure où celle-ci n'était pas correcte-

ment anticipée, la correction sur le marché des changes risque d'être brutale et excessive, comme le suggère l'approche psychologico-spéculative.

3. La troisième explication possible part de la constatation logique qu'un surplus de la balance courante augmente la richesse nationale et peut, par ce biais, entraîner une appréciation de la monnaie à travers trois mécanismes :

- a) Si l'on prend en considération la fonction de consommation de Modigliani, une augmentation des dépenses va provoquer une hausse du revenu national qui stimulera alors la fonction de demande de monnaie transactionnelle nationale.
- b) Certains économistes monétaristes incluent directement la variable richesse dans leur fonction de demande de monnaie. Pour qu'une appréciation ait lieu, il faut encore faire l'hypothèse que seuls les résidents détiennent de la monnaie nationale.
- c) En rejetant l'hypothèse selon laquelle les obligations nationales et étrangères sont des substituts parfaits, donc en admettant un risque de change Z, on peut penser qu'une augmentation de la richesse nationale se répercutera d'avantage sur la demande d'obligations nationales que sur la demande d'obligations étrangères.

Ces trois mécanismes jouent indéniablement un rôle dans la détermination des taux de change. Toutefois, les deux premières possibilités se basent sur des hypothèses qui ne rencontrent pas l'unanimité parmi les économistes. C'est la raison pour laquelle les adeptes de l'approche par l'équilibre des portefeuilles se sont concentrés sur le troisième mécanisme. (Il convient peut-être de préciser qu'aucun d'entre-eux n'est lié à l'Ecole de Chicago). [\*81] Algébriquement, les modèles de l'approche par l'équilibre des portefeuilles prennent la forme suivante :

$$(1) \quad \frac{B_d}{SB_f} = \beta \left[ (i - i^*) - \underbrace{E(\Delta e)}_Z \right]$$

$B_d$  : nombre d'obligations nationales  
 $B_f$  : nombre d'obligations étrangères  
 $S$  : taux de change  
 $\beta$  : fonction de comportement caractérisant le marché des obligations

Les investisseurs équilibrent leur portefeuille entre obligations nationales et obligations étrangères dans une proportion qui dépend de la rentabilité attendue, en tenant compte du coefficient de risque Z. S'il y a parfaite substituabilité, alors Z est égal à zéro.

Avec des logarithmes et en se permettant un raccourci, on arrive à la forme suivante : [\*82]

$$(2) \quad e = \alpha - \beta (i - i^*) + b_d - b_f \quad e = \log S$$

Il convient de noter que dans les modèles simples de portefeuilles, les auteurs font l'hypothèse que les anticipations concernant l'évolution du taux de change sont statiques, donc  $E(\Delta e) = 0$ . Ainsi le taux de change n'est déterminé que par le différentiel d'intérêt et l'offre relative d'obligations. [\*83]

En substituant l'équation (2) dans l'équation (6) du modèle de surréaction et en combinant l'expression obtenue avec l'équation (7) du modèle monétariste, on obtient l'équation (3) comprenant les facteurs explicatifs suivants : l'équilibre à long terme monétariste, la vitesse d'ajustement de Dornbusch et l'effet de l'offre relative d'obligations.

$$(3) \quad e = \frac{\alpha}{1+\theta\beta} + \frac{\theta\beta}{1+\theta\beta} (m - m^*) - \frac{\theta\beta}{1+\theta\beta} \sigma (\bar{y} - \bar{y}^*) +$$

$$\beta \frac{(\theta\lambda + 1)}{(\theta\beta + 1)} (\pi - \pi^*) - \frac{\beta}{\theta\beta + 1} (i - i^*) + \frac{1}{\theta\beta + 1} (b_d - b_f)$$

Si la substituabilité est parfaite, alors  $\beta$  tend vers l'infini et on se retrouve dans un modèle de type Dornbusch. Par conséquent, il est possible de considérer que l'approche par l'équilibre des portefeuilles constitue un modèle général de la détermination des taux de change. Selon ce modèle, les taux de change sont déterminés sur les marchés monétaire et financier, et dépendent d'autre part de l'historique des résultats de la balance courante d'où la notion de stock.

Malheureusement, les tests économétriques se sont toujours contentés d'évaluer des modèles simplifiés. [\*84] Leurs performances ont été jusqu'ici fort mauvaises, ce à quoi on pouvait s'attendre dès les premières hypothèses posées. L'approche par l'équilibre des portefeuilles permet toutefois de mieux cerner l'évolution du marché, que les autres approches. En effet, c'est la seule qui fournit une explication valable aux mouvements des changes suscités par un phénomène de diversification des portefeuilles, notamment entre le DM et le dollar. [\*85]

#### 1.4 Conclusions concernant l'intégration économique internationale

Cette étude de l'intégration économique internationale a permis de rappeler de nombreux enseignements sur le fonctionnement des mécanismes économiques monétaires internationaux. Premièrement, nous avons vu que la doctrine de la parité des pouvoirs d'achat

ne se révélait exacte que dans des cas limites, trop théoriques pour correspondre à une quelconque réalité. Ainsi s'écroule déjà la première hypothèse de base sur laquelle les monétaristes ont construit des modèles de détermination des taux de change, aussi complexes qu'ambitieux.

L'étude de l'intégration financière nous a appris que les capitaux sont très mobiles, même si leur substituabilité est loin d'être parfaite. Ces deux hypothèses étant fondamentales dans le modèle de Mundell-Fleming, on est déjà en mesure de douter du bien-fondé de leur conclusion concernant l'indépendance des politiques monétaires en taux de change flottants. De même que l'observation de l'existence d'un facteur structurel avait détruit la vision monétariste d'un monde à un seul bien, de même l'observation d'un facteur "risque de change" anéantit une conception d'un monde à un seul actif financier.

Cette analyse de l'intégration économique internationale nous a d'autre part fourni la matière première nécessaire à la critique des diverses théories de la détermination des taux de change. L'approche traditionnelle s'est révélée inexacte parce qu'elle ne prenait en compte que les flux réels et ignorait les mouvements de capitaux. L'approche par la parité des pouvoirs d'achat n'a pas même réussi à expliquer le sens de la relation causale entre taux de change et prix. Il est apparu que les taux de change "causent" plus les prix que les prix ne "causent" les taux de change. De cette observation est née la théorie des cercles vicieux et des cercles vertueux, selon laquelle en fonction de leurs structures économiques, certains pays connaissent une spirale dépréciation, hausse des prix, dépréciation, etc, alors que d'autres sont pris dans un cercle vertueux.

L'approche par le marché des actifs financiers est habilement passée de la notion de flux à celle de stock. Elle n'a toutefois pas répondu à tous les espoirs que l'on avait placés en elle, bien que l'on puisse constater une évolution favorable de cette approche, en raison de l'abandon progressif des hypothèses dogmatiques qui avaient marqué son début. Si les modèles proposés se sont révélés inopératoires en matière de prévision, ils permettent d'envisager différemment la gestion des problèmes monétaires internationaux. En effet, les phénomènes de substitution et de diversification nous obligent à considérer l'offre monétaire non plus à un niveau national, mais international. Une évolution moins erratique des monnaies présupposerait alors une gestion globale de l'offre des principales monnaies, dans le but d'éviter les phénomènes de surréaction dus au mécanisme de substitution. [\*86]

Une conclusion importante doit être tirée de cette partie, à savoir la non-validité des hypothèses de fonctionnement mécanistes de l'Ecole de Chicago. La magie de la gestion de la masse monétaire n'a pas supporté l'épreuve des faits. Le mécanisme de la

détermination des taux de change s'est révélé plus complexe que certains l'avaient "imaginé" avant 1973. Une modélisation rigoureuse des mécanismes de la détermination des taux de change devrait en outre inclure des facteurs psychologico-spéculatifs, puisqu'il est indéniable que ceux-ci peuvent exercer une influence considérable, même dans le moyen terme. Il n'est donc guère probable qu'un modèle basé sur ces principes puisse une fois voir le jour. Toutefois, une politique de change devrait tenir compte de tous les facteurs explicatifs mentionnés, et par conséquent élargir l'horizon limité à la masse monétaire et à l'intervention des acteurs politiques de la scène monétaire internationale.

Evidemment, il y aura toujours quelqu'un pour croire à la justice aveugle des forces du marché, à cette main invisible qui, mieux que quiconque, porterait le taux de change à sa valeur d'équilibre. Ce sophisme économique de salon n'était pas dangereux tant que ceux qui l'énonçaient enseignaient dans les Universités, et que les taux de change étaient fixés institutionnellement. Malheureusement et tragiquement peut-être, l'Ecole de Chicago a aujourd'hui de nombreux disciples dans les gouvernements occidentaux. Pour ne parler que des personnalités en poste, on peut citer Beryl Sprinkel, Sous-Secrétaire du Trésor pour les Affaires Monétaires (Etats-Unis), le Secrétaire d'Etat américain George Schultz ou encore le Professeur Alan Walters, de la Johns Hopkins University, actuellement conseiller économique personnel de Mme Thatcher.

Ainsi, la responsabilité des erreurs de gestion économique, dont la situation actuelle constitue une bien triste preuve, concerne aussi les économistes. Dans une récente lettre adressée au magazine américain "Science", Wassily Leontief accuse la plupart des professeurs d'économie de montrer "une aversion pour l'étude empirique ... et pour l'utilisation d'informations concrètes concernant les faits". Au lieu de développer des modèles théoriques "capables de préserver la valeur de certaines, même de milliers de variables nécessaires à une description concrète de l'économie moderne", ils se concentrent sur des modèles purement mathématiques ou sur des modèles basés sur trop de variables agrégées, telles que "capital", "travail" et "matière première". Afin d'appuyer son accusation, Leontief cite une analyse selon laquelle 54% des articles parus dans "l'American Economic Review" au cours des cinq dernières années ont présenté des modèles mathématiques sans aucune donnée empirique. En fait, seul un tiers des articles ont employé de telles données. "Page après page, les revues d'économie sont remplies de formules mathématiques conduisant le lecteur d'ensembles d'hypothèses plus ou moins plausibles, mais totalement arbitraires, vers des conclusions théoriques inapplicables, mais précisément énoncées".

[\*87]

## 2. Théorie des systèmes monétaires internationaux

En économie monétaire internationale, il convient de bien séparer les questions relatives au système monétaire de celles qui ont trait à l'ordre ou au régime monétaire. Pour que l'on puisse parler de système, il faut disposer de règles logiques permettant la définition d'un équilibre. En termes mathématiques, le système devrait avoir une solution unique, donc autant d'équations que d'inconnues, ou devrait prévoir des solutions compatibles s'il y avait plus d'équations que d'inconnues. On parle de régime ou d'ordre lorsque les relations monétaires internationales sont soumises, ou du moins font l'objet, d'une réglementation institutionnelle. [\*88]

Par conséquent, il est possible de formuler une théorie à propos des systèmes et non à propos des régimes. Lorsque l'on parle du régime, on traite de questions telles que la parité des pouvoirs d'achat, la surréaction, la substitution, la détermination des taux de change, etc. La première partie de ce chapitre était d'ailleurs consacrée aux problèmes inhérents au régime actuel.

On doit l'exposé le plus riche de la théorie générale des systèmes monétaires internationaux à R. Mundell dans "International Economics" aux chapitres 9, 10 et 20, qui se concentrent avant tout sur le problème de redondance en régime de taux de change fixes. [\*89] C'est la raison pour laquelle les pages qui suivent vont s'attacher aux éléments essentiels à la compréhension du fonctionnement ou du non-fonctionnement du régime monétaire international. Ces éléments, qui par ailleurs devraient permettre de construire un système idéal, sont au nombre de trois :

1. Le seigneurage,
2. La redondance ou le problème n-1,
3. La coordination.

### 2.1 Le seigneurage

Le seigneurage fait référence au mécanisme par lequel les seigneurs d'antan qui, ayant le "droit de battre monnaie", émettaient des pièces d'or et d'argent valant plus que leurs poids de métal d'un pourcentage que l'on appelait justement le "seigneurage" ou le "droit du seigneur". La théorie du seigneurage a été abondamment traitée par M. Friedman lorsqu'il s'intéressait à la quantité optimale de monnaie devant circuler dans une économie. [\*90]

Les Princes d'antan, tout comme les gouvernements des pays souverains modernes, étaient évidemment conscients du mécanisme du seigneurage, qui en fait consiste en une redistribution de la

richesse aux dépens des utilisateurs de la monnaie et à l'avantage de ceux qui l'émettent. C'est pourquoi ceux-ci se sont acharnés à conserver le monopole de la création monétaire. Toutefois, la pression de la concurrence bancaire devenant trop forte, les gouvernements ont, en quelque sorte, octroyé des licences aux instituts bancaires en échange d'un droit de surveillance stricte et d'un tribut payé sous la forme de réserves obligatoires déposées à la banque centrale ne rapportant aucun intérêt (à ce propos, Friedman suggère qu'un taux d'intérêt du marché soit servi sur ces réserves). Il n'y a donc rien de surprenant de voir les agents financiers non-gouvernementaux tenter de se soustraire au paiement de ce droit par une multiplication des innovations financières échappant au contrôle des autorités.

Ce droit existe donc indéniablement dans un pays lorsque les taux d'intérêt payés sont plus bas que le taux d'intérêt naturel wicksellien, ou alors que l'inflation érode la valeur de la monnaie (en supposant bien entendu que le coût de production de la monnaie soit nul). Cependant, il ne faut pas crier au scandale ou au voleur puisque les profits tirés de ce droit réduisent d'autant les impôts.

Le problème du seigneurage se pose en d'autres termes lorsqu'une monnaie nationale est employée hors de ses frontières pour des motifs de réserve ou de transaction. Dans ce cas, la redistribution de richesse s'opère à une échelle internationale, aux dépens des utilisateurs étrangers du numéraire international et à l'avantage du pays émetteur. Le problème prend alors une dimension politique, voire morale, internationale. Ce seigneurage international a suscité de nombreux débats qui s'articulent autour des points suivants :

- Existe-t-il vraiment ?
- Ne tente-t-on pas d'y échapper ?
- Le flottement des monnaies résoud-il le problème ?

#### 2.1/1 Existe-t-il vraiment ?

Cette question a une fois de plus divisé les économistes. D'un côté certains considèrent les Etats-Unis comme un seigneur international usant de son "droit" à outrance alors que de l'autre nombreux sont ceux qui réfutent l'existence d'une asymétrie dans ce domaine.

Il convient de souligner le côté moralisateur des économistes soutenant l'existence de ce seigneurage international. Aussi n'est-on guère surpris de retrouver les noms de Mendès-France, Kaldor, Stamp et Tinbergen derrière la proposition de réforme du système monétaire international qui avait vu le jour lors de la première conférence de l'UNCTAD, sous l'appellation "projet

LINK". Leur but était justement de détourner des caisses du Fed le droit de seigneurage issu du rôle international du dollar, pour le redistribuer aux pays en voie de développement. D'autres économistes respectables, tels Sir R. Harrod, ont manifesté leur désapprobation à l'égard de la position américaine :

"Les Etats-Unis sont le pays le plus riche du monde. Il ne semble pas tout à fait juste qu'à la richesse qu'ils gagnent par leur grande puissance productive, on doive ajouter un profit de seigneurage de 100% sur toute nouvelle monnaie dont le monde entier a besoin chaque année. On doit se souvenir que le reste du monde devrait acheter ses dollars, dont l'impression ne coûte presque rien aux Américains, en cédant aux Etats-Unis des biens et services de valeur équivalente, qui coûtent beaucoup à produire; ce serait une sorte de tribut, et un très grand, payé par le reste du monde aux Etats-Unis et sans raison spéciale". [\*91]

Ce n'est évidemment pas une coïncidence, si ce sont des économistes anglo-saxons qui ont montré le plus d'énergie à combattre la notion de seigneurage. [\*92] Selon eux, les Etats-Unis ne prévoient pas ce droit puisque les dollars faisant partie des portefeuilles des banques centrales non-américaines portent intérêt.

Entre ces deux vues diamétralement opposées, Serge-Christophe Kolm a adopté une voie réaliste et défendable. [\*93] Selon lui, il convient de considérer que les Etats-Unis émettent des bons du Trésor porteurs de taux d'intérêt à relativement court terme. [\*94]. Ainsi, même si tous les dollars en mains étrangères rapportent un intérêt, il faut réaliser que les Américains ne les considèrent pas comme des dettes à court terme et par voie de conséquence en disposent librement pour des emplois longs. Donc, les Etats-Unis encaissent bel et bien un seigneurage sous la forme du différentiel entre les taux à long terme et les taux à court terme.

Bien que soulignant l'importance de ce mécanisme, Kolm se concentre sur un autre point pour démontrer l'existence d'un droit de seigneurage international américain. Pour ce faire, il suppose que le taux de croissance de l'économie mondiale, l'accroissement des réserves et des taux d'intérêt sont équivalents et valent par exemple 5%. Ainsi, chaque année les Etats-Unis payent 5% de taux d'intérêt et ce montant va augmenter les réserves internationales nécessaires au fonctionnement sans heurts de l'économie mondiale. D'un côté, il y a donc un seigneurage puisqu'il n'y a pas d'intérêt réel sur les dollars exportés (l'intérêt est accumulé et ne permet pas d'obtenir des biens et services). Mais d'un autre côté, il n'y a pas de seigneurage puisque cette exportation de papier-monnaie ne rapporte pas de biens et services aux Américains; elle ne fait que grossir les réserves des autres. Cependant, le système n'a pas fonctionné ainsi depuis la

création du monde et les premiers dollars détenus par les non-Américains ne correspondaient pas à un paiement d'intérêts. Ils ont dû les payer en biens et services qu'achetaient les Américains. Ce seigneurage initial était donc égal à 100%.

Ainsi, il existe un seigneurage sur les réserves initiales et c'est tout; en supposant juste, bien sûr, la règle d'équilibre du modèle de Kolm, qui en fait est en-deçà de la réalité puisque les taux d'intérêt aux Etats-Unis ont toujours été artificiellement conservés à des niveaux très bas. D'après l'auteur, ces réserves initiales correspondent aux réserves accumulées très rapidement dans la période d'après guerre. Le problème consiste alors à en évaluer le montant. Laissons cette tâche à l'initiateur de l'idée :

"En fait, si le "boom" des investissements américains en Europe coïncide bien avec un gros accroissement des encaisses privées et officielles de dollars (premières années soixante), la constitution des premières réserves importantes européennes officielles de dollars a eu lieu pendant la période de reconstruction après la Seconde Guerre mondiale. Mais précisément à cette époque où le monde ressentait une pénurie aiguë de dollars ("dollars shortage"), les Etats-Unis ont accordé une aide gratuite massive aux autres pays. Si par ailleurs on escompte à vers 1950 la masse de dollars détenue maintenant par des non-Américains, on obtient environ 15 milliards de dollars. Or le Plan Marshall a consisté à distribuer 15 milliards de dollars entre 1947 et 1951 : On peut donc dire que le seigneurage originel américain est en gros compensé par cette aide. C'est comme si les bénéficiaires, assoiffés de liquidités, avaient simplement gardé en caisse les dollars qu'ils recevaient, comme si le Plan Marshall n'avait servi qu'à constituer les réserves initiales de liquidité internationale fiduciaire de l'après-guerre.

On a donc le choix entre deux interprétations de l'histoire, entre deux vues de la morale internationale. Ou bien nous sommes reconnaissants aux Etats-Unis de l'aide Marshall, mais ils doivent être accusés d'extorsion par seigneurage de fonds d'un montant voisin : ils donnèrent d'une main ce qu'ils volèrent de l'autre. Ou bien ils sont lavés de l'opprobre de seigneurage, mais il n'y a pas eu d'aide Marshall et ils doivent rembourser le capital de gratitude qu'ils se sont acquis par elle". [\*93]

On peut ainsi admettre de toute façon un seigneurage, quel que soit le mécanisme par lequel les Etats-Unis en ont profité : paiement en "monnaie de singe", taux d'intérêt avantageux, ou encore inflation dépréciant les avoirs des détenteurs de dollars.

## 2.1/2 Ne tente-t-on pas d'y échapper ?

En fait, la question consiste à savoir si ce qui se passe au niveau national (la contestation du monopole étatique de la création monétaire) se reproduit sur le plan international. Etant donné la tournure des négociations de Bretton Woods, donc l'acceptation du plan White et le rejet du plan Keynes, aucun système de création monétaire à des fins internationales n'avait été conçu. La fourniture du service de liquidité incombait alors de fait aux Etats-Unis, avec les bénéfices que nous avons vus. Toutefois, la législation américaine n'étant pas applicable en dehors de son territoire et l'esprit innovateur de la communauté financière aidant, les Euromarchés ont vu le jour, car en économie monétaire internationale, l'on assiste à un débordement d'imagination dans les milieux financiers lorsqu'il s'agit de trouver un mécanisme générateur de profit. Puisque l'on ne parle pas de réglementation des taux d'intérêts créanciers, comme la "Règlementation Q" ou de coefficients de réserves minimums obligatoires sur les Euromarchés, il est très difficile, même pour les Autorités américaines d'y contrôler la création de dollars. Ainsi, par ce rétrécissement de la marge entre les intérêts débiteurs et les intérêts créanciers, on parvient à un optimum de création monétaire sans seigneurage au sens de Friedman, que seule une concurrence libre permet.

A l'intérieur de ce cadre de réflexion sur le seigneurage, on comprend mieux le débat qu'a suscité le contrôle des Euromarchés, avec d'un côté les Américains insistant sur la formation de réserves obligatoires et de l'autre les Européens préférant une agrégation internationale des bilans bancaires. En fait, si les négociations n'avaient eu pour but que la prévention d'une catastrophe financière internationale, la proposition européenne suffisait largement et même dépassait de beaucoup la proposition américaine en matière de sécurité. On connaît maintenant l'issue de ces négociations. Les Américains ont effectué un retrait dans la bataille de la négociation dans l'espoir de gagner la guerre sur le terrain de l'action. L'action a consisté en un rapatriement des activités bancaires internationales sur le sol américain par une modification de la loi permettant l'ouverture de centres financiers "off-shore" (euromarchés) sur le territoire national. [95] C'est ainsi que fut ouvert, en décembre 1981, l'International Banking Facilities (IBF) à New York qui connaît une expansion que Bill Koch, le maire de la "Grande Pomme", envisageait depuis longtemps. Convaincues de l'impossibilité de recouvrer leur droit de monopole sur le dollar, les Autorités américaines ont alors voulu rapatrier les gains fiscaux issus de l'imposition sur les bénéfices d'un secteur en expansion, l'activité bancaire internationale.

Evidemment, il y avait des risques de contagion sur le marché américain qu'il convenait d'éviter. C'est la raison pour laquelle

le gouvernement, en accord avec la Réserve fédérale, décida un démantèlement d'une réglementation qui pourrait être trop facilement détournée avec la création d'IBF : la "Depositary Institutions Deregulation and Monetary Act" de 1980 visant principalement à une suppression graduelle de la "Réglementation Q".

Après cette dégression à propos des IBF, il convient de revenir au problème dans son aspect global. Dans un système international de monnaies fiduciaires, on peut dire qu'il y a deux sortes de monnaie internationale :

1. La monnaie publique,
2. La monnaie privée.

La monnaie publique peut soit être de la monnaie émise par un gouvernement et utilisée internationalement, soit de la monnaie créée par une agence internationale. La monnaie privée est par contre créée par le système bancaire privé sur les Euromarchés. Cette classification permet d'expliquer l'explosion de la création monétaire privée, qui résulte d'une part de la résistance internationale à laisser les Américains user de leur droit de seigneur (surtout les Français) et d'autre part de l'incapacité dans laquelle se trouvait le FMI à jouer activement le rôle qui devait être le sien. [\*96]

Sur le plan mondial, la demande monétaire peut être divisée en deux composantes distinctes, la monnaie nationale ( $M_n$ ) et la monnaie supranationale ( $M_s$ ) :

$$M = M_n + M_s$$

La demande de monnaie nationale peut ensuite être divisée en monnaie utilisée pour des transactions nationales ( $M_{n1}$ ) et monnaie utilisée pour des transactions internationales ( $M_{n2}$ ).

La fonction d'offre monétaire de numéraire international prend alors la forme suivante :

$$OM_1 = OM_s + 0 M_{n2} \text{ privée} + OM_{n2} \text{ publique}$$

En faisant l'hypothèse réaliste que  $OM_{n2}$  privée, c'est-à-dire l'offre sur les Euromarchés, n'est pas infinie, mais au contraire limitée (1) pour des raisons de risque et (2) par un contrôle de plus en plus strict des autorités monétaires nationales, l'offre de numéraire international est étroitement contrôlée par les Etats-Unis. [\*97] En effet, en négligeant le rôle de l'or, l'offre de monnaie supranationale, les DTS, dépend largement de l'influence américaine, incontestable et incontestée, sur les décisions du FMI. Il reste  $OM_{n2}$  publique, l'offre publique de numéraires nationaux utilisés internationalement. Pour cet agrégat, on peut dire que bien qu'assistant à une interna-

tionalisation croissante du mark, du yen et du franc suisse, la part du lion revient toujours au dollar, dont la croissance dépend uniquement de la décision du Fed.

A partir de ce modèle assez proche de la réalité, on peut déduire que les Etats-Unis contrôlent l'offre de monnaie internationale. Par conséquent, les Autorités américaines devraient prendre en compte la demande de monnaie internationale lorsqu'elles fixent leurs normes ("targets") de croissance monétaire. Si tel n'est pas le cas, on peut très bien imaginer une situation dans laquelle le monde connaîtrait une crise de liquidité, provoquant une hausse généralisée des taux d'intérêt ainsi qu'une appréciation vertigineuse du dollar (par les mécanismes décrits lors de l'étude des théories de la détermination des taux de change).

Il convient encore de rappeler deux éléments relatifs à la question précédente. Premièrement, le problème tant débattu du taux d'intérêt devant être servi sur les DTS est lui aussi issu de la discussion du droit du seigneur. Le deuxième élément est plus lourd de conséquences, puisque c'est à lui qu'on doit en grande partie la croissance dramatique des Euromarchés et la pression résultante sur le dollar qui fit exploser le système de Bretton Woods. En effet, dès la fin des années 60, les banques centrales européennes ont largement placé leurs avoirs en dollar sur les Euromarchés par l'intermédiaire de la BRI. Si les banques centrales ont opéré cette modification de portefeuille au détriment des bons du Trésor américain, c'est justement parce qu'elles désiraient obtenir un taux d'intérêt supérieur qui réduisait d'autant le seigneurage américain (au printemps 1971, suite à une pression américaine, les banques centrales du groupe des Dix s'engagèrent à ne plus procéder de la sorte).

Je ne commenterai pas plus avant ces deux points, mais il était important de les rappeler, puisqu'ils ont profondément marqué le système monétaire international et qu'ils risquent de se reproduire dans l'avenir.

### 2.1/3 Le flottement des monnaies résoud-il le problème ?

Le pays qui émet la monnaie internationale doit en garantir la valeur, en taux de change fixe, ou pour le moins offrir une prestation jugée équivalente aux bénéfices qu'il tire de sa situation de monopole.

Opter pour un régime de taux de change flottants ne résoud pas le problème du seigneurage, au contraire. En changes fixes, la demande de numéraire international est en quelque sorte gérée par un pool composé des banques centrales, alors qu'en changes flottants la demande subit un phénomène de décentralisation. En reprenant la terminologie keynésienne, il y a trois motifs de détention monétaire : transaction, spéculation et précaution. Aussi l'instabilité des cours de change a-t-elle provoqué une

augmentation de la demande de monnaie internationale pour les motifs de précaution et de spéculation. Selon Ian Giddy, les opérations d'arbitrage, de spéculation, et de "hedging" représentaient en 1979 82% du volume de l'activité du marché des changes, les opérations commerciales 3% et les transferts inter-bancaires les 15% restant. [\*98] Les numéraires à l'aide desquels étaient effectués les transactions étaient :

<u>monnaie</u>	<u>Pourcentage du total des transactions</u>
U.S. dollar	99%
Dmark	40
Livre sterling	15
Franc suisse	18
Dollar canadien	5
Yen	5
Franc français	6
Guilder hollandais	5
Franc belge	2
Lire italienne	1
Couronne suédoise	1
Autres	3
	200%

Note : on arrive logiquement à un total de 200% puisque dans chaque transaction interviennent deux monnaies.

Si l'on ajoute à ces facteurs explicatifs de l'expansion du besoin de monnaie internationale les déficits structurels des balances des paiements après les deux chocs pétroliers, ainsi que les interventions des banques centrales sur le marché afin de stabiliser l'évolution du cours des monnaies, on comprend mieux l'explosion récente des activités bancaires internationales. Une large partie de cette offre de monnaie internationale a été, dans un premier temps, fournie par le système bancaire privé. Cette demande accrue de monnaie internationale a toutefois élargi la base sur laquelle les Etats peuvent récolter ce fameux seigneurage. En fait, les Etats-Unis n'ont pas été les seuls seigneurs, mais aussi l'Allemagne. En effet, par son rôle prépondérant en Europe, tout d'abord au sein du Serpent puis du SME, le Dmark a été appelé à jouer un rôle croissant en tant qu'unité de réserve internationale.

En raison des bénéfices incontestables acquis par le seigneurage international, on peut se demander pourquoi il n'y a pas plus

de candidats à l'internationalisation de leur monnaie. En fait, pour devenir fournisseur de monnaie internationale, un pays doit, pour des raisons évidentes, disposer d'une économie relativement importante par sa taille. D'autre part, ce pays doit inspirer une certaine confiance en matière de stabilité politique et économique. Ces deux aspects limitent déjà considérablement le nombre de candidats et on peut considérer qu'à part le dollar, seuls le yen et le Dmark, et dans une certaine mesure, le franc suisse et la livre sterling sont encore en compétition. Un troisième aspect fournit une aide à la sélection finale des candidats, à savoir la crainte des gouvernements en question de perdre le contrôle de la gestion de leur masse monétaire en raison de l'imprévisibilité des développements de l'économie internationale. Devant cette difficile évaluation "coût/avantage", les banques centrales, prudentes par nature, ont une tendance psychologique à se méfier de l'internationalisation de leur monnaie. On peut donc expliquer le rôle international croissant du yen et du Dmark comme une capitulation des Autorités face à la pression du marché. [\*83] Dans le cas de la livre sterling, il faut voir une tendance au regain d'internationalisation, après une période trouble tant sur le plan économique que politique. En ce qui concerne la Suisse, il convient d'interpréter la situation actuelle comme étant le résultat d'une victoire des Autorités sur le marché; victoire relative, si on en évalue le coût en terme de la surévaluation du franc suisse durant la majeure partie des années 70, qui a nuit au développement d'une économie très dépendante de son industrie d'exportation.

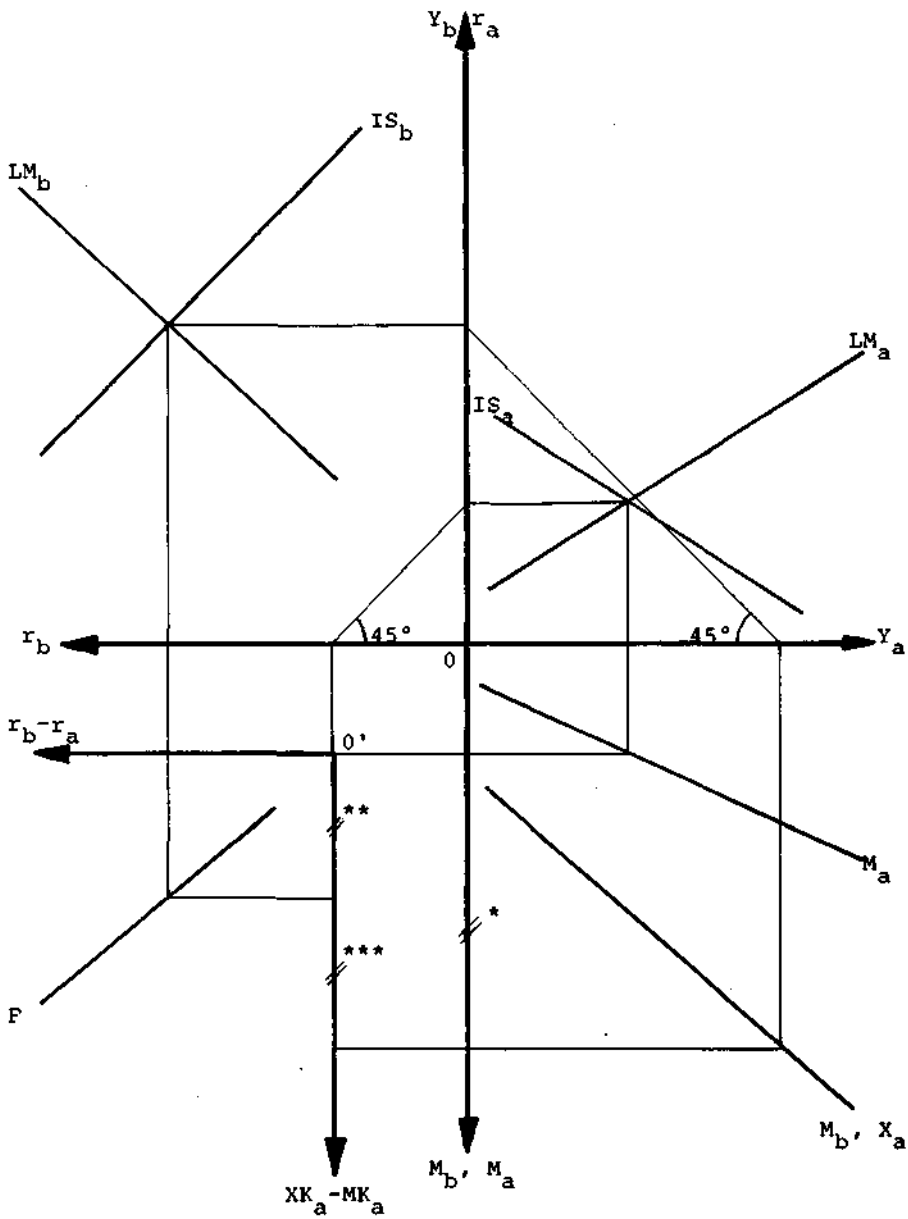
Pour conclure, on peut dire que le problème du seigneurage continue de se poser, que l'on pourrait aisément l'éviter mais que politiquement, les forces en présences ne le permettent pas.

## 2.2 La redondance ou le problème n-1

Ce deuxième problème est certainement plus important que le premier lorsque l'on désire définir un véritable système. En fait, le seigneurage ne concernait que la notion d'asymétrie, et il est tout à fait possible d'envisager un système, au sens défini plus haut, asymétrique.

La littérature anglo-saxonne qui traite de ce problème emploie indifféremment les termes de "redundancy, consistency, degree of freedom et n-1". Ces termes viennent des mathématiques lorsque l'on désire qualifier un système d'équations surabondant ou redondant, c'est-à-dire disposant de plus d'équations que d'inconnues. Afin d'exposer d'une manière synthétique le problème n-1, il est opportun de se référer au modèle géométrique imaginé par R. Mundell lorsqu'il enseignait au Bologna Center de la Johns Hopkins University au début des années 60. [\*99]

La partie supérieure de ce modèle est simplement dérivée du modèle de Hicks. Dans le premier quadrant, nous avons les courbes



IS et LM du pays A et dans le second quadrant nous retrouvons les mêmes courbes pour le pays B. Le quatrième quadrant représente les courbes d'importations des deux pays ou, ce qui revient au même, les exportations réciproques de ces pays puisque les importations de l'un sont les exportations de l'autre.

On voit donc clairement que la distance \* représente un déficit de la balance courante du pays B.

Dans le troisième quadrant, nous avons changé d'origine pour représenter l'univers des flux des capitaux. Au point O', le différentiel des taux d'intérêt est égal à zéro et par conséquent les exportations de capitaux sont nulles. Il est bien entendu bien difficile de tracer la courbe de comportement qui dirige la relation causale, puisque les mouvements de capitaux, comme nous l'avons vu dans la partie précédente, sont soumis à diverses forces. Toutefois, on peut légitimement admettre qu'il s'agit d'une fonction croissante du différentiel des taux d'intérêt. C'est en tout cas ce que Mundell a supposé. Aussi, en fonction de la courbe que nous avons tracée, et en fonction du différentiel d'intérêt en faveur du pays B, la balance des capitaux est excédentaire en faveur du pays B pour le montant équivalent à la distance \*\*. Ainsi, le pays B se trouve en déficit global de la balance des paiements pour un montant égal à la distance \*\*\*. Le problème consiste alors à atteindre un équilibre.

Au temps de Mundell, il était impossible de déplacer les courbes d'importations puisque les taux de change et les prix étaient supposés rigides. Restaient alors les politiques budgétaires et monétaires qui devaient se combiner pour parvenir à un équilibre. [\*100]

Nous nous trouvons alors dans une situation où deux pays disposent chacun de deux instruments pour atteindre trois objectifs seulement (équilibre interne en A, équilibre interne en B et équilibre externe). Il reste ainsi un degré de liberté, c'est-à-dire qu'il y a redondance ou surabondance. Le système n'est pas stable puisqu'une infinité de points sont possibles. Ceci nous amène donc au problème de la coordination. En effet, en vue d'atteindre un équilibre parfait, les deux pays doivent coordonner leurs politiques économiques, à moins qu'un pays ne renonce délibérément à utiliser un instrument (cette dernière considération est très théorique d'ailleurs). En d'autres termes, si le pays "leader" emploie ce degré de liberté dans un sens qui ne correspond pas aux aspirations de ses partenaires, alors il y a conflit.

### 2.3 La coordination

Comme on l'a vu, les problèmes de redondance et de coordination sont très liés, aussi la séparation peut-elle paraître quelque

peu artificielle. En fait, elle permet de passer à la représentation algébrique qui a l'avantage de pouvoir prendre en considération un nombre plus grand de pays que ne le peut la représentation géométrique traditionnelle. Les précurseurs de cette approche sont Mundell, Aoki, Cooper, Hamada, Henderson et McKinnon. [\*101]

Pour présenter cette approche, il convient de revoir quelques concepts liés à la balance des paiements. Il faut premièrement distinguer les paiements autonomes ( $B_i$ ) des paiements induits ( $B_i'$ ). Les paiements autonomes sont ceux qui s'expliquent par des raisons indépendantes de la situation de la balance des paiements et résultent d'une motivation économique ou non-économique. Les paiements induits sont ceux qui dépendent de l'état de la balance des paiements autonomes et qui ont pour but d'équilibrer recettes et dépenses correspondant aux paiements autonomes; en d'autres termes, il s'agit de la variation des réserves officielles ( $\Delta R$ ). On a donc la définition suivante :

$$B_i + B_i' \equiv 0$$

$$\text{ou } B_i \equiv \Delta R$$

S'il est exact que la somme des balances des paiements du monde entier est égale à zéro, il n'en est pas pour autant incorrect que la somme des balances des paiements avant les règlements officiels est égale à la variation des réserves internationales :

$$\sum B_i = \Delta \text{ réserves internationales}$$

Comme l'on sait que les réserves internationales sont principalement composées de dollars, on peut dire que le système monétaire international n'était pas même fermé sous Bretton Woods. En effet, il présentait tous les signes d'instabilité puisqu'il pouvait "être équilibré" dans la position désirée par les Etats-Unis.

Dans un système d'étalon-or, si l'on ne suppose aucune augmentation des réserves d'or utilisées à des fins monétaires, la somme des  $B_i'$  est égale par définition à zéro. Le système présente tout de même un besoin de coordination car si le même pays décide d'avoir un surplus ou un déficit de  $X$ , les  $n-1$  autres pays doivent s'en accommoder. En fait, cette coordination se réalise automatiquement à travers une modification des termes de l'échange, selon le mécanisme de la théorie quantitative de la monnaie.

Dans un système d'étalon-dollar, la solution consiste à accepter la suprématie des Etats-Unis et donc sa politique économique. Les  $n-1$  pays acceptent le dollar par rapport à une fonction

de comportement qui dépend de plusieurs paramètres, tels que : réserves d'or américaines, acceptation de l'utilisation du droit de seigneurage prélevé, quantité de réserves émises :

$$\int_0^t \frac{d\$}{dt} dt = \int_0^t \frac{dOr_{USA}}{dt} dt + \int_0^t \text{services rendus } n-1 \text{ pays, p. ex. la défense.}$$

Autrement formulé, le système survit tant qu'une équation du type de celle décrite plus haut peut se vérifier. En quelque sorte, cette équation constitue le même équation qui clôt le système mathématique.

La solution internationaliste ferme le système en créant une entité supranationale, émettrice de réserves internationales :

$$\Sigma B_i = \Delta R_m = \Delta DTS$$

Toutefois, une telle solution devrait faire l'objet d'un accord international en matière de distribution de réserves et de l'allocation du seigneurage. Le FMI a déjà débattu de telles propositions, mais les forces politiques en présence ne sont jamais parvenues à un accord. Il est d'ailleurs fort douteux qu'on y parvienne un jour.

Il s'agit dès lors d'examiner ce qui se passe dans un régime de taux de change flottants, puisque nombreux sont les économistes qui prétendaient que la redondance était un sous-produit des taux de change fixes, et, qu'une fois adopté, le flottement des monnaies permettrait à chaque pays d'atteindre un équilibre sans influencer celui des autres. En fait, cela n'est pas le cas.

Mathématiquement, comme on peut le voir sur le tableau de la page suivante comparant les changes fixes et les changes flottants, il n'y a aucune différence entre ces deux systèmes. Économiquement, dans un cas les Etats-Unis peuvent suivre une politique de "négligence bienveillante" ("benign neglect") en matière de balance des paiements, et dans l'autre cas en matière de taux de change. Dans les deux cas, on peut fermer le système par la création d'un numéraire supranational, mais il s'agit alors d'envisager les difficultés politiques.

Dans le régime actuel, on peut considérer que n-1 pays suivent une politique destinée à atteindre un équilibre intérieur et extérieur. Si le même pays fait preuve d'une totale passivité, alors l'équilibre international est possible, mais dès que ce pays, les Etats-Unis, désire porter sa valeur à un niveau particulier, il est fort possible qu'un conflit éclate. Le système, ou plutôt le régime, est donc instable.

### Changes fixes

$$\sum_{j=1}^n B_{ij} = B_i$$

$B_i$  est la balance courante du pays  $i$  vis-à-vis des pays  $1, 2, 3, \dots, j, \dots, n$ .

On représente la matrice des balances courantes de la manière suivante :

$$B = \begin{bmatrix} 0 & B_{12} & B_{13} & \dots & B_{1n} \\ B_{21} & & & & \\ B_{31} & & 0 & & \\ \vdots & & & \ddots & \\ B_{n1} & & & & 0 \end{bmatrix}$$

### Changes flottants

$$E_{ij} = \frac{C_i}{C_j}, \quad e_{ij} = \log E_{ij}$$

$E_{ij}$  représente le nombre d'unités monétaires du pays  $i$  pour obtenir une unité du pays  $j$ .

On représente la matrice des taux de change de la manière suivante :

$$e = \begin{bmatrix} 0 & e_{12} & e_{13} & \dots & e_{1n} \\ e_{21} & & & & \\ e_{31} & & 0 & & \\ \vdots & & & \ddots & \\ e_{n1} & & & & 0 \end{bmatrix}$$

On examine maintenant le nombre d'éléments indépendants dans ces deux matrices. L'analyse combinatoire nous enseigne que pour déterminer le nombre de combinaisons possibles de  $n$  objets pris 2 à 2, il faut effectuer le calcul suivant :

$$C_2^n = \frac{n!}{(n-2)!2!}$$

En fait,  $B_{ij}$  a la même signification économique que  $B_{ji}$ . De plus, on sait que,

$$\sum_{j=1}^n B_{ij} = 0$$

Par conséquent, le nombre d'éléments indépendants est égal à  $n-1$ .

En fait,  $e_{ij}$  a la même signification économique que  $e_{ji}$ . De plus, on sait que par un arbitrage triangulaire,

$$e_{ik} = e_{ij} - e_{jk}$$

Par conséquent, le nombre de taux de change indépendant est égal à  $n-1$ .

## 2.4 Conclusions concernant la théorie des systèmes monétaires internationaux

Le but de cette partie ne consistait pas à définir et à discuter exhaustivement les détails de l'organisation internationale de la monnaie, mais à en rappeler les caractéristiques économiques (par opposition à politiques) fondamentales. Nous avons ainsi pu constater que le passage au flottement des monnaies n'a aucunement résolu les problèmes. Le seigneurage existe toujours. Le redondance, et par conséquent le besoin de coordination, n'ont pas été éliminés par le génie des économistes qui fournirent ainsi l'alibi théorique dont avait besoin le président Nixon pour enterrer le système de Bretton Woods.

L'asymétrie du système s'est au contraire renforcée par tout le mystère qui a été créé et qui subsiste encore autour de la théorie de la détermination des taux de change. Ce mystère a été favorable aux présidents Nixon et Carter lorsqu'ils ne "s'expliquaient pas" la chute du dollar et au président Reagan qui lui non plus ne "comprend pas" pourquoi le marché pousserait le dollar ailleurs qu'à sa valeur d'équilibre. Cependant, nous l'avons vu lors de la première partie de ce chapitre, s'il est difficile de prévoir avec précision la valeur que va prendre une monnaie, il n'est pas pour autant impossible de déterminer l'effet d'une politique gouvernementale quelconque sur la direction que va prendre la valeur extérieure de la monnaie.

Ainsi, les Etats-Unis n'ont, paraît-il, pas de politique de changes puisque, comme on l'entend dans les discours officiels, ils n'interviennent plus sur le marché des changes depuis près de deux ans. En fait, seuls des événements extraordinaires justifieraient une intervention sporadique. Ce fut le cas après la tentative d'assassinat à laquelle le président Reagan échappa en mars 1981 et à fin juin 1982 lorsqu'après un réajustement au sein du SME, la spéculation menaçait le franc français et la lire italienne. Mais, suivre un "policy-mix" élargissant le différentiel des taux d'intérêt, modifier la législation sur les banques, clamer que les chances de succès politique et économique d'un pays ou d'un groupe de pays sont quasi nulles tout en menant une politique susceptible de diminuer les dites chances, influencer les décisions des instances internationales en matière de crédit ou d'aide au développement, etc, etc, n'est-ce pas aussi une véritable politique de change ?

Dans le "New York Times" du 16 août 1981, la "Business Section" de ce numéro dominical était consacrée à la commémoration de la déclaration du président Nixon du 15 août 1971. Le titre de cette section était : "our dollar, their problem-again ?", il rappelait la phrase de Nixon qui à l'époque avait dit : " it is our currency but your problem". Dans ce même numéro, Lord Roll, un ancien Chancelier de l'Echiquier en Grande Bretagne, a quali-

fié la politique du président Reagan "move from benign neglect toward malign neglect".

Nous vivons actuellement dans un régime monétaire dominé par le dollar, dont la valeur vis-à-vis de toutes les autres monnaies dépend essentiellement du "policy-mix" américain. Lorsque l'on connaît l'importance du taux de change pour les économies occidentales contemporaines, on peut affirmer que les Etats-Unis gouvernent de facto l'activité économique internationale. Ainsi, le besoin de coordination persiste en changes flottants, que l'on doit dès lors qualifier de régime et non pas de système. D'autre part, les éléments dégagés lors de l'exposé consacré à l'étude de l'intégration économique internationale, ont révélé l'existence de mécanismes perturbateurs liés au régime dans lequel se meuvent péniblement les économies occidentales. Il s'agira de s'en souvenir lorsque l'on entamera la troisième partie, c'est-à-dire celle qui traite des aménagements à apporter aux structures actuelles afin d'éviter un dramatique prolongement de la tendance récente.

L'EXPERIENCE DU FLOTTEMENT  
DES MONNAIES

---

1. La donne Nixon - Kissinger

Libéré de la contrainte extérieure, le président Nixon fut en mesure, dès 1974, de démanteler définitivement le système qui entravait le commerce international de l'argent. En fait, les années 70 furent des années fastes pour les grandes banques américaines. Dans la même foulée de libéralisation du marché, le président Nixon mit fin, aux premiers jours de 1973, au blocage des prix et des salaires qui masquait les conditions inflationnistes créées par la politique de relance électorale du président.

Pour la Maison-Blanche, tout allait ainsi pour le mieux ! Il devenait enfin possible de se livrer pleinement à une politique de dévaluation compétitive qui devrait rétablir la puissance économique des Etats-Unis, affaiblie par un dollar surévalué durant une longue période. Comme l'avait fait son prédécesseur Kennedy, le président Nixon s'engagea dans une campagne pour réduire les tarifs douaniers, dans le but évident de rétablir un équilibre de la balance courante et de stimuler l'activité économique intérieure. Ce fut donc également en 1973 qu'il jeta les bases d'un "Nixon Round" qui finalement devint le "Tokyo-Round".

Le scandale du Watergate, qui affaiblit toute l'administration dès 1973, connut l'épilogue que l'on sait en 1974, avec la venue au pouvoir de Gerald Ford. Le nouveau président continua la politique de son prédécesseur et garda Henry Kissinger dans son cabinet.

L'année 1973 marqua non seulement les Etats-Unis, mais le monde occidental dans son ensemble. Tout d'abord, les prix agricoles augmentèrent fortement, pour de nombreuses raisons trop longues à énumérer. Cette hausse entraîna la Réserve fédérale dans une politique monétaire restrictive, préparant un terrain propice à la récession déclanchée par l'augmentation vertigineuse du prix du pétrole en décembre 1973, à la suite de la guerre du Yom Kippur.

Les Etats-Unis ont alors connu une récession sévère en 1974 :

2% de recul du PNB et 7,2% de chômage, avec une inflation qui persistait à ne montrer aucun signe de faiblesse. L'absence de correction de la progression à froid a accentué la pression fiscale en cette période de récession, et a exercé par conséquent une influence pro-cyclique.

En matière de politique économique internationale et nationale, le président Ford (puis Carter) ne s'éloigna guère de la ligne tracée par son prédécesseur malheureux. Malheureux parce qu'il ne récolta pas les fruits du système qu'il avait mis en place. En effet, s'il est vrai que les Etats-Unis souffrirent des événements internationaux survenus en 1973 et de l'inflation qui en découla, ce fut quand même à un degré bien moindre que les autres pays. Grâce à leur avantage en matière agricole et énergétique, les Etats-Unis dépendaient beaucoup moins de l'offre internationale, donc de l'OPEP, que le reste des pays industrialisés, soit le Japon ou les pays européens.

La politique extérieure du président Nixon s'articula autour des trois axes suivants :

- détente avec l'URSS;
- paix au Moyen-Orient, avec l'Iran et l'Arabie Séoudite comme principaux alliés et surtout comme garants d'une stabilisation du prix du pétrole;
- maintien des alliés européens et japonais dans la sphère d'influence économique et politique américaine.

L'administration Ford s'attachait à préserver la stabilité de ce système, sans tenter de le remettre en cause. Malgré l'intervention retentissante du ministre français Michel Jobert en 1974, lors de la conférence sur l'énergie convoquée et imaginée par le secrétaire d'Etat Kissinger, 1975 et 1976 furent des années fastes pour les Etats-Unis. Valéry Giscard d'Estaing remplaça Georges Pompidou à la tête de la France en 1974 et donna un style nouveau à la diplomatie française devenue bien plus accommodante que celle du défunt Général. Schématiquement, la politique économique internationale se développa dans trois domaines distincts : relations monétaires internationales, politique commerciale et politique énergétique.

### 1.1. Relations monétaires internationales

En matière de relations internationales, il convient de rappeler que le rapport du "Groupe des 20", dominé par les experts américains, parvenait à la conclusion que le flottement des monnaies constituait la meilleure solution possible au vu des circonstances qui prévalaient à l'époque. [\*1] Concrètement, on envisageait une coordination, ou une concertation accrue, entre les divers pays afin de promouvoir une certaine stabilité dans un système considéré dès lors comme symétrique. Seul le prési-

dent Giscard d'Estaing craignait que le flottement sans entrave officielle ne détériorât la croissance de l'économie internationale. Ce fut à cette fin d'ailleurs qu'il introduisit, en automne 1975, à Rambouillet, la tradition des Sommets Economiques des grands pays industrialisés. [\*2] A Rambouillet, les débats se concentrèrent sur les problèmes monétaires. Au niveau international, les chefs d'Etat se mirent d'accord pour mettre sur pied un processus de coordination accru entre les banques centrales. Sur le plan européen, notons la première annonce sérieuse d'une volonté politique pour créer une zone de flottement concerté des monnaies européennes.

En janvier 1976, à Kingston, en Jamaïque, on amenda l'article IV de l'accord de Bretton Woods, en permettant aux membres de choisir le régime de change qu'ils désiraient. L'a-système monétaire international était donc né et offrait ainsi la possibilité aux Etats-Unis de se libérer de toute contrainte extérieure en matière de politique monétaire intérieure, avec bonne conscience, puisque les "règles" du FMI le permettaient :

### 1.2. Politique commerciale

Conjointement à une pratique abusive de dévaluation compétitive qui devait leur permettre de rétablir l'équilibre extérieur, les Etats-Unis négocièrent des accords (au sein du GATT) dans le but de libéraliser le commerce international. De 1970 à 1975, le pourcentage des exportations par rapport à la production totale de biens produits sur le sol américain, passa de 14,4% à 24,1%. Pourtant, en 1976, la tendance à l'amélioration des résultats de la balance commerciale se détériora au rythme de la reprise du dollar. En 1977 à nouveau, le pays accusa un déficit commercial, que l'on pouvait cette fois largement attribuer aux importations de pétrole plutôt qu'à un manque de compétitivité des produits américains. Au lieu d'entreprendre une politique de restructuration en matière énergétique, les responsables s'engagèrent dans une nouvelle vague de dévaluation (77-78), pour résorber le déficit extérieur de la nation.

Dans la stratégie américaine de reconquête, ou d'expansion commerciale, le secteur de la finance internationale occupait une place importante. En fait, les années 1974 et suivantes se montrèrent très favorables pour ce secteur en rapide expansion. Les facteurs suivants favorisèrent largement la croissance du chiffre d'affaires et des bénéfices des banques à activité internationale :

1. Absence de contrôle strict sur les Euromarchés en matière de création monétaire;
2. fuite de responsabilité des autorités nationale et internationale en matière de recyclage et d'ajustement;
3. chocs pétroliers accroissant le besoin de recyclage et

d'ajustement;

4. instabilité des changes suscitée par un besoin de couverture ainsi qu'une flambée de la spéculation.

Cette expansion fut pourtant sérieusement menacée par la faillite de la Banque Herstatt en 1974. La conclusion du "concordat de Bâle" sur le "prêteur de dernier ressort" montra néanmoins que les gouvernements des pays industrialisés encourageaient le développement du secteur bancaire commercial à activité internationale. Ce faisant, ils se déchargeaient d'une tâche qu'ils ne pouvaient ou ne voulaient pas assumer, à moins peut-être qu'ils eussent de la peine à la concevoir, si l'on se réfère au rôle de figurant assigné au FMI en 1976, en pleine période de crise.

### 1.3. Politique énergétique

Les Etats-Unis auraient pu être les gagnants incontestés de la crise pétrolière, si justement ils ne l'avaient pas ignorée. Au lieu de diminuer leur consommation intérieure, soit par des mesures de conservation ou des mécanismes de substitution, soit encore plus simplement, et parallèlement, en libérant les prix de la production intérieure pour qu'ils s'alignent sur les cours mondiaux, ils n'entreprirent rien d'autre qu'un vague projet de programme à long terme. Aux premiers signes de reprise économique, les importations augmentèrent en volume. Pour limiter les dégâts, les autorités choisirent de déprécier la monnaie, puisque le dollar était (et est toujours) la monnaie de règlement du pétrole. En 1979, le prix du pétrole en terme réel était revenu à son niveau d'avant le choc de 1973. Cette politique ne fut possible qu'avec deux Chevaux de Troie dans la forteresse de l'OPEP, soit l'Iran et l'Arabie Séoudite. La chute du Shah en 1979 précipita donc l'inévitable second choc pétrolier.

En fait, les présidents Ford, puis Carter, tentèrent sans succès de proposer une législation visant à libérer les prix intérieurs. Leurs échecs eurent deux raisons. Premièrement, l'affaire du Watergate coupa le président du Congrès. Ce dernier eut peur de voter une mesure impopulaire, alors que le public doutait déjà fortement de son intégrité. Deuxièmement, cette intégrité fut mise en question d'une autre manière. On accusa presque ouvertement les grandes compagnies pétrolières américaines d'être de connivence avec le gouvernement pour avoir, de concert et délibérément, fait augmenter le prix du pétrole. [\*3] Une libération des prix favoriserait donc une fois de plus les géants industriels au détriment du petit consommateur ! (Finalement, la proposition du président Carter fut acceptée par le Congrès en 1980. Elle proposait une libération, parallèlement à une augmentation des impôts sur les bénéfices du secteur lié au pétrole. Cette masse fiscale devrait servir à financer un programme d'investissement en recherches de conservation et de di-

versification énergétique. Le président Reagan a, en dernier lieu, ignoré la formulation complexe du projet Carter, pour n'en conserver que l'augmentation des prix).

## 2. Carter ou la continuité

Pendant sa campagne électorale, Jimmy Carter se présenta comme un fonctionnaire local, un fonctionnaire de son Etat, un homme d'affaires, un officier de l'armée, un fermier, un homme d'église et un ingénieur. Cela correspondait aux désirs de l'électorat américain ... Comme ses prédécesseurs démocrates, il pensait que les Etats-Unis avaient une mission à accomplir dans le monde [\*4] et que la croissance résoudrait tous les maux dont souffrait la société !

Au cours de sa campagne électorale, il critiqua la politique économique "insuffisante" menée par le président Ford et proposa un programme combinant relance budgétaire et croissance monétaire, afin de stimuler l'économie. Pendant les années de "boom" que furent 1978, 1979 et 1980, les déficits budgétaires s'élevèrent respectivement à 49, 27 et 60 milliards de dollars. Le nouveau président ne fut pas maître de sa politique économique dès le début, puisque le vieil ami du président Nixon, Arthur Burns, dirigeait toujours la Réserve fédérale. En 1977, Carter le remplaça par William Miller, un homme d'affaires sans expérience bancaire, privée ou publique, mais très réceptif aux idées du président.

La politique extérieure du président Carter fut une simple redéfinition de celle suivie par le tandem Nixon-Kissinger, à la lumière des objectifs démocrates, notamment en matière de relation avec l'Est. Menée par Vance et Brzezinski, elle s'articulait autour des cinq points suivants :

1. Campagne pour les droits de l'homme, dans le but d'affaiblir l'URSS de l'intérieur et de l'isoler de l'extérieur.
2. Rapprochement avec la Chine marqué par une visite à Pékin en mai 1978 et une chaleureuse réception de Deng Siao Peng aux Etats-Unis en janvier 1979, peu avant l'invasion chinoise du Vietnam.
3. Bonne entente avec le président Sadate aboutissant aux "Accords de Camp David", dans le but de promouvoir la stabilité au Moyen-Orient.
4. Une ligne dure en matière d'armement, soulignée par un refus des accords SALT II et liée à la campagne pour les droits de l'homme en URSS.
5. Tentative de collaboration trilatérale, ou d'interdépendance, avec l'Europe et le Japon. Afin de parer aux attaques de ses "partenaires" à propos de la sous-évaluation du dollar, le président Carter avança une théorie de la

"locomotive", selon laquelle les responsables du marasme économique seraient les pays à fort excédent de balance courante. Il obtint d'ailleurs gain de cause lors du Sommet de Bonn de 1978.

Je ne vais pas commenter plus précisément ces points, mais les reprendre dans le cours de mon développement historique. Ainsi, après plusieurs années de plaintes et de remarques à propos de la sous-évaluation du dollar, les Américains réagirent finalement par des mesures prises en novembre 1978 (à cette époque, ils avaient déjà réussi à imposer leur théorie de la "locomotive" aux Allemands et aux Japonais). En réalité, la nouvelle orientation donnée enfin par les Etats-Unis à leur politique monétaire, répondait d'avantage à une menace du roi Khaled d'Arabie Séoudite, qu'à une pression européenne et japonaise. Si le président Carter n'avait pas réagi, le prix du pétrole aurait alors été indexé soit sur un dollar réel, soit sur un panier de monnaies.

Malheureusement, les bonnes intentions ne durèrent que le temps d'un hiver et 1979 connut par conséquent de profondes modifications en matière monétaire. En mars, les Européens tentèrent une expérience monétaire de flottement concerté en créant le Système Monétaire Européen et en décidant par la suite de ne plus soutenir le dollar, pour éviter de nouvelles tensions inflationnistes.

Le "Nouvel Observateur" du 16 juillet 1979 titra : le quitte ou double de Jimmy Carter. En effet, celui-ci avait convoqué tout son gouvernement pour réfléchir à Camp David sur les nouvelles orientations à donner à la politique américaine. Le 15 juillet, dans un grand spectacle à l'américaine, il annonça quelques modifications en matière de politique énergétique, et impressionna surtout fortement l'opinion par sa cohérence et sa détermination. Une semaine plus tard, dans un coup d'éclat, son gouvernement démissionna en bloc. En fait, ce coup de théâtre servit à masquer les départs de Schlesinger et de Blumenthal. Les deux hommes avaient en commun d'être de fortes personnalités influençant énormément le président. Schlesinger dut quitter le Département de l'énergie parce qu'il fallait un bouc émissaire et non pas en raison de ses idées de Cassandre en matière de politique énergétique. Quant à Blumenthal, compromis dans une affaire d'indiscrétion financière en 1977, il n'était pas assez soumis au président en matière économique. Ce fut William Miller qui passa de la Réserve fédérale au Trésor, à la place de Blumenthal, alors que Paul Volcker se voyait confier la responsabilité de la Réserve fédérale. Les conséquences de ce remaniement ne se firent sentir qu'en octobre 1979, lors de la réunion annuelle du FMI à Belgrade. En effet, on vit M. Volcker brutalement rejoindre Washington en cours de session et convoquer une réunion extraordinaire de la Réserve fédérale. Le 6 octobre,

La Réserve fédérale annonça qu'elle allait profondément modifier son orientation ainsi que ses techniques de gestion monétaire. Pourquoi un changement de cap si brutal ? Comme le projet de création d'un Fonds de Substitution au sein du FMI était discuté lors de cette réunion, une large majorité l'aurait certainement accepté en raison de la politique irresponsable des autorités américaines. Volcker se devait donc de réagir puisque ce Fonds aurait remis en cause la suprématie du dollar, ce qui par conséquent aurait privé les Etats-Unis d'une source de fonds, ainsi que d'un instrument extraordinaire.

1979 se révéla donc une année catastrophique pour Carter, marquant la fin d'une époque, celle de la construction du système Nixon-Kissinger. Ainsi, les Européens tentèrent de créer une file monétaire alors qu'au Moyen-Orient, les bouleversements furent encore plus graves. En effet, le Shah quitta son pays en février pour ne plus y retourner et l'année se termina par une prise d'otages à l'ambassade de Téhéran, une révolte à La Mecque et l'invasion de l'Afghanistan. Traduits en termes économiques, ces événements représentent 125% d'augmentation du prix du pétrole, soit le deuxième choc pétrolier.

La politique américaine des années 70 fut catastrophique aussi bien pour le monde que pour les Etats-Unis. L'inflation s'ancra si fortement dans le comportement des agents économiques, que les taux d'épargne et d'investissements productifs chutèrent dramatiquement encore plus aux Etats-Unis qu'en Europe et surtout qu'au Japon. Au lieu d'investissements constructifs, des vagues de spéculations immobilières et d'achat de biens de consommation furent les seuls vecteurs de la période de croissance illusoire que le monde connut après 1976. En matière énergétique, les Etats-Unis ne profitèrent pas de la chance qui s'offrait à eux. Au contraire, ils prirent un retard structurel les désavantageant au seuil du second choc pétrolier, comme les Allemands d'ailleurs.

Cependant, ne perdons pas de vue que cet échec économique a essentiellement pour cause la mauvaise gestion américaine elle-même. La politique monétaire, incontrôlée, ou mal contrôlée, provoqua l'effondrement du système de Bretton Woods et créa des conditions inflationnistes néfastes à la croissance économique. En matière d'impôts, l'inflation mit en branle le mécanisme de la progression à froid et suscita une augmentation de la pression fiscale, avec de nombreuses répercussions négatives pour l'économie. Cela ne suffit toutefois pas à éviter des déficits budgétaires devenus chroniques.

### 3. L'ère Volcker

#### 3.1. Carter - Volcker

La tournure catastrophique des événements obligea Carter à mo-

difier ses priorités, si bien que l'on peut parler de début d'une nouvelle période.

Face à l'offensive soviétique en Afghanistan, le président adopta une ligne dure, dans la plus pure tradition démocrate. En décembre 1979, il proposa un déploiement immédiat de missiles nucléaires à moyenne portée en Europe, afin de contrer les SS-20 soviétiques (ce faisant, il répondit directement à une proposition du Chancelier Schmidt). Au début de l'année, il annonça notamment quatre mesures :

- une augmentation des dépenses de défense de 20% sur 5 ans (5% pour le budget 1981);
- une suspension des exportations de haute technologie vers l'URSS;
- un embargo sur les exportations de blé vers l'URSS;
- un boycottage des Jeux Olympiques de Moscou par les athlètes américains, dans l'espoir que ses alliés du "monde libre" fassent de même.

La politique économique de Carter se modifia surtout en matière monétaire puisque, comme nous le verrons plus précisément dans la deuxième partie, la politique restrictive de Volcker provoqua un envol brutal des taux d'intérêt qui freina l'expansion économique.

En ce qui concerne la politique budgétaire, le président Carter demanda, dès le début de sa campagne électorale, un mouvement de "solidarité nationale" afin d'atteindre dans les plus brefs délais un budget équilibré. Dans la pratique, à part cette déclaration d'intention, il ne modifia aucunement son programme de recettes fiscales, tandis qu'il augmentait les dépenses militaires.

En résumé, on peut donc dire du président Carter qu'il réalisa trop tard qu'il était faux de poursuivre la politique de Nixon-Kissinger alors que l'environnement avait graduellement, mais dramatiquement, changé.

### 3.2. Reagan - Volcker

Profondément marqué par le scandale du Watergate, le Parti républicain entreprit une totale redéfinition de ses principes politiques. [5] Le président Reagan a ainsi abandonné l'alternance idéologique classique entre 1947 et 1976 des administrations démocrates et républicaines. Ronald Reagan a été le premier président des Etats-Unis à proposer à la fois une expansion économique intérieure associée à une politique extérieure dynamique, ainsi qu'une diminution de l'inflation et de l'ingérence de l'Etat dans l'économie. Bien sûr, ce programme unique en son genre contenait des contradictions profondes et proba-

blement irréconciliables; mais il permit tout de même à Reagan de gagner l'investiture de son Parti et de battre aux élections présidentielles de 1980 un Jimmy Carter, qui aujourd'hui, en comparaison, apparaît presque comme un président cohérent (en effet, on peut constater que chaque président a permis pour le moins, par ses erreurs, de faire regretter son prédécesseur).

Il est inutile de rappeler ici les tendances politiques de l'administration du président Reagan. Il est par contre important de noter que le gouvernement a été formé par des "amis californiens", n'ayant par nature aucune tradition internationaliste, mais plutôt une tendance au néo-isolationnisme. Ces derniers préféreraient donc des liens plus étroits avec le Mexique, le Canada et l'Extrême-Orient et un retrait progressif des anciennes zones d'influences telles que l'Europe, le Moyen-Orient et l'Amérique du Sud. [\*6] Afin de compenser quelque peu cette tendance, le président Reagan a placé dans son administration des intellectuels néo-conservateurs, susceptibles de défendre ses convictions anti-communistes de style achesonien (Rostow, Nitze, Kirkpatrick, etc). Le choix d'Alexander Haig comme secrétaire d'Etat a lui aussi constitué un moyen de s'allier les partisans de Kissinger - dont Haig est en quelque sorte le poulain - ainsi que les internationalistes et les groupes de pression israélite de la Côte Est.

Cette coalition hétéroclite a vécu crise après crise (acier, missiles, Pologne, gazoduc, Salvador, Argentine, Liban, taux d'intérêt) pour finalement déboucher sur la démission d'Alexander Haig et son remplacement par George Shultz, beaucoup plus proche du président.

Après cette première partie conclue au chapitre 4, il s'agit de se concentrer plus précisément sur les problèmes économiques de l'administration du président Reagan ainsi que sur ses effets sur le reste du monde. Mais il ne faut pas perdre de vue le contexte politique, indispensable à la compréhension des décisions économiques.

## CONCLUSIONS DE LA PREMIERE PARTIE

---

Les conclusions que je désire tirer de cette partie restent générales. Depuis la Deuxième Guerre Mondiale, à l'exception de la période Eisenhower, les Etats-Unis ont constamment employé la soupape extérieure d'un système monétaire international qu'ils dominaient, pour soulager leur économie de la pression créée par un mauvais "policy-mix". Au départ, les gouvernements ont surtout utilisé l'outil monétaire, l'outil budgétaire s'imposant en quelque sorte de lui-même. En effet, l'inflation provoquée a accentué la pression fiscale par le mécanisme de la progression à froid, pas suffisamment pourtant pour équilibrer une politique de dépense dictée principalement par des motifs électoraux.

S'il est démontré que les Etats-Unis ont bénéficié d'énormes avantages en raison de leur position dominante dans le système, il ne faut pas pour autant passer sous silence des coûts de fonctionnement non négligeables. La faillite, ou plutôt la dégradation du système résulte d'une non-redéfinition de la stratégie d'Acheson qui avait parfaitement fonctionné. En effet, les alliés des Etats-Unis avaient retrouvé leur puissance économique et un mouvement intergrationniste au niveau financier et douanier était déjà bien avancé. C'était donc le moment de jouer les cartes européennes et japonaises. Cependant, un manque d'imagination empêcha le président Nixon de redéfinir la valeur des cartes tout en poursuivant le même jeu. Au lieu de cela, il modifia les règles du jeu en abandonnant le principe de la convertibilité du dollar. Pourtant Dean Acheson avait dit : Great empires have risen in this world and have collapsed because they took too narrow a view. ... there is no divine command that spares the US from the seeds of decline which have operated in other great states". [\*1]

Il y a bien entendu matière à critiquer les économistes américains qui encouragèrent le président Nixon à faire flotter les monnaies. Leur analyse économique tint sans doute plus compte de données nationalistes que d'éléments scientifiques. De la même manière, l'analyse économique française est plus correcte mais inapplicable alors que l'analyse américaine, bien que fautive, domine. En réalité, les économistes de l'école "Rueff", par exemple Paul Fabbra, ne sont pas moins nationalistes; mais leur nationalisme est celui de citoyen d'une puissance moyenne cher-

chant à échapper à l'hégémonie d'une grande puissance.

Un régime monétaire international traduit l'équilibre des forces politiques en présence. Le système de Bretton Woods, en accordant des privilèges à un pays, était le reflet de la puissance américaine, ou plutôt en concrétisait l'existence. Lorsque les forces politiques et économiques s'égalisent, le système monétaire persiste à condition que les droits et devoirs définis institutionnellement ne soient pas remis en question. Si aucun accord ne se fait sur un système, plusieurs groupes, plus ou moins grands, se forment, groupes dirigés à leur tour par un seul pays et, dans les cas idéaux, par un groupe de pays.

Le système de Bretton Woods rendait le monde dépendant de la politique monétaire américaine, qui elle-même n'était soumise, de facto, à aucune contrainte extérieure. Le flottement des monnaies n'a pas mis fin à la dépendance des n-1 pays, mais a simplement libéré un peu plus les Etats-Unis des contraintes extérieures en matière de politique monétaire.

L'inflation a donc été le seul remède que les responsables aient administré à une économie malade. En fait de remède, c'est plutôt de "drogue hallucinogène" qu'il faut parler. L'inflation a permis d'échapper à la complexité de la réalité économique. Néanmoins, comme on le sait, l'usage prolongé d'une drogue, même douce, aggrave le problème, puisqu'un jour il faut affronter la réalité. A moins, bien sûr, que l'on augmente toujours plus la dose et que l'on se voie alors contraint à une tragique et pénible cure de désintoxication, ou alors que l'on connaisse l'issue tragique d'une "surdose"...

C'est à peu près devant ce dilemme que se trouve aujourd'hui l'administration Reagan. Avant de passer à la seconde partie, qui justement traite de l'option du président Reagan, je désire citer un constat de Galbraith, encore plus brutal que le mien :

"Cette histoire (monétaire) pouvait-elle se terminer moins mal ? La réponse est oui.

On s'en rend compte tout de suite lorsque l'on considère les gens qui gèrent la monnaie. S'il est une conclusion qui se dégage de cette histoire, c'est bien que cette tâche n'attire que de biens piètres talents; de ceux qui protègent leur incompetence derrière le mystère qui est censé envelopper l'objet de la science économique en général, et monétaire en particulier. L'incapacité se trouve également protégée par le fait que ce sont rarement, nous l'avons vu, les responsables d'un échec qui en supportent les conséquences....

Enfin dans la carrière monétaire comme dans la diplomatie, une nature gentiment conformiste, un bon tailleur et une certaine habilité à énoncer le lieu commun à la mode sont en général plus favorables à la réussite qu'un esprit excessivement cu-

rieux. Penser et agir efficacement suscite la crainte et la critique. On se souviendra de celle-ci bien plus que des résultats obtenus. Ainsi, dans l'exercice des responsabilités monétaires comme des responsabilités économiques en général, miser sur l'échec est souvent bien plus payant, du point de vue personnel, que de miser sur le succès...

Dans le passé, la politique économique a connu des succès. Il faut supposer que ces succès ne sont pas survenus par accident mais parce que des hommes compétents et énergiques ont fait ce qu'il fallait pour cela...

Ne soyons pas méchants envers ceux qui ont obtenu de mauvais résultats. Mais que notre indulgence n'aille pas jusqu'à les maintenir en fonction". [\*2]

## DEUXIEME PARTIE

La Reaganomie en économie ouverte

ou

le problème des taux d'intérêt

PRESENTATION DU SYSTEME ECONOMIQUE RELATIONNEL  
EN ECONOMIE OUVERTE

---

Les lignes de force de la première partie et la logique sous-jacente à l'ensemble de cette étude, nous conduisent à placer l'économie américaine au centre du système économique international. On peut dès lors envisager un système formé de  $n$  pays répartis en deux groupes, l'un constitué des Etats-Unis uniquement et l'autre des  $n-1$  pays restants.

Précisons peut-être que ces  $n-1$  pays sont des pays industrialisés qui disposent d'une monnaie convertible, de facto et non de jure. [\*1] En effet, toutes les hypothèses sur l'intégration financière et les mécanismes de la détermination des taux de change n'ont aucune signification si l'hypothèse de convertibilité n'est pas vérifiée. Pour être conséquent avec les développements théoriques de la première partie, notamment ceux relatifs au principe d'effet de substitution des monnaies, il faudrait en outre ne considérer que les pays dont la monnaie joue un rôle international actif. Ainsi, par exemple, le schilling autrichien remplit les conditions de convertibilité. Pourtant relativement peu d'agents économiques internationaux composent leurs portefeuilles à l'aide d'actifs financiers libellés en cette monnaie dont la détermination n'est pas soumise à l'influence de tous les mécanismes décrits plus haut.

Pour cette raison, le système que je propose ne comprend, au sens strict, que les pays suivants : Etats-Unis, Allemagne de l'Ouest, Japon, France et Royaume-Uni. Il serait possible d'envisager d'inclure dans ce système les deux autres pays faisant partie de la tradition des Sommets économiques occidentaux, soit l'Italie et le Canada. Toutefois, la lire et le dollar canadien ne jouent pas un rôle international suffisamment important pour songer à les englober dans le système défini au sens strict. En revanche, la Suisse semble remplir toutes les conditions pour être traitée de la même manière que les cinq autres pays choisis. Cependant, pour de multiples raisons institutionnelles, politiques et psychologiques, le franc suisse est une monnaie à part; l'on ne saurait donc traiter du problème helvétique dans le cadre de référence proposé.

D'autre part, il convient de remarquer que les pays qui composent le système au sens strict sont ceux dont les monnaies en-

trent, depuis le 1er janvier 1981, dans la composition du panier de monnaies déterminant la valeur des DTS ainsi que le niveau des taux d'intérêt servis sur cette même unité monétaire. [\*2] Cela n'est pas le fruit du hasard, mais plutôt d'une certaine "logique économique".

Ne considérer que les cinq pays sus-mentionnés ne signifie toutefois pas que les mécanismes décrits plus loin ignorent totalement les autres pays industrialisés. Il conviendrait simplement de les relativiser en fonction des caractéristiques de leur système d'organisation économique, interne et externe.

Les économistes ne présentent que rarement le cadre de référence qui sert de base à leur raisonnement, et par conséquent à leurs conclusions. Ce mode de faire complique énormément la compréhension de leurs articles ainsi que la portée des enseignements que l'on pourrait en tirer. L'avantage certain de cette pratique réside dans le fait qu'elle crée en quelque sorte une barrière d'hypothèses implicites qui protège son auteur de la critique. Dans le but d'éviter cette solution de facilité, je présente mon cadre de référence. Afin de clarifier autant que possible mon exposé, j'ai choisi de présenter mon modèle de relations économiques internationales à l'aide du tableau de l'annexe 2. Ce mode de présentation permet de visualiser les flux ainsi que les relations entre les différentes variables.

Les Etats-Unis occupent logiquement la place centrale du système, avec leur politique monétaire dans le premier quadrant et leur politique budgétaire dans le second. Le troisième quadrant représente en fait l'interaction des politiques monétaire et budgétaire, et établit un lien avec le reste du monde (les n-1 pays) auquel est consacré le quatrième quadrant. Dans cette deuxième partie, j'analyse donc la politique américaine et ses répercussions sur le reste du système. Le chapitre 5 a une ambition plus limitée, puisqu'il se borne à expliquer sommairement les mécanismes du système économique relationnel en économie ouverte, tels que schématisés par le tableau de l'annexe 2.

## 1. La politique monétaire

Si l'on utilise le critère monétaire pour qualifier la politique économique américaine, on peut dire que celle-ci a connu trois phases distinctes depuis le début des années 60 : l'ère Kennedy, l'ère Nixon et l'ère Volcker. Lorsque P. Volcker a pris ses fonctions à la tête de la Réserve fédérale, la situation économique américaine était caractérisée par un rythme élevé de l'inflation, des problèmes de balance des paiements et, tout naturellement, par une détérioration rapide de la valeur extérieure du dollar. Que l'option prise par P. Volcker le 6 octobre 1979 ait été provoquée par une pression internationale ou par une pression intérieure, ne touche guère la logique économique. De toutes façons, on peut affirmer qu'une politique

monétaire plus restrictive répondait aux "vœux" de toutes les parties concernées directement ou indirectement par la qualité de la croissance économique américaine. L'explication monétariste du problème économique auquel faisait face l'administration Carter soulignait correctement l'expansion exagérée du crédit intérieur comme source primaire de la détérioration du climat économique du monde occidental en général, et des Etats-Unis en particulier.

On comprend dès lors les raisons de la modification de la politique monétaire américaine représentée dans le premier quadrant du tableau de l'annexe 2. Selon les économistes monétaristes, une politique monétaire restrictive aurait dû déployer ses effets en suivant le mécanisme du tableau de l'annexe 3, car une réduction de la création monétaire devrait entraîner une hausse des taux d'intérêt qui, à son tour, engendrerait deux effets principaux. D'une part, une réduction de la demande, consécutive au coût élevé du crédit, tempérerait les tensions inflationnistes et, d'autre part, l'appréciation de la valeur extérieure de la monnaie détériorerait temporairement l'état de la balance courante. C'est alors que la diminution effective du taux d'inflation reconstituerait les encaisses réelles des agents économiques (l'effet Pigou), ce qui provoquerait une diminution des taux d'intérêt. Un loyer de l'argent moins attractif (dans le sens français et anglais du terme) aurait pour effet une dégradation de la balance des capitaux et une chute du dollar (renforcée d'ailleurs par l'effet balance courante dont on a parlé précédemment). Finalement, l'équilibre intérieur et extérieur serait restauré.

Les monétaristes les moins dogmatiques concèdent toutefois l'existence d'une période d'ajustement transitoire au cours de laquelle la restriction monétaire agit aussi sur l'offre. La longueur de cette phase dépend de la vitesse à laquelle baissent les anticipations inflationnistes. C'est en effet de celles-ci que dépend la baisse du taux d'intérêt, l'élément moteur de l'investissement générateur de croissance et de la reconversion vers la production nationale, l'"expenditure switching" de Johnson. [\*3]

Malheureusement, les choses ne se sont pas déroulées de la manière décrite à l'annexe 3. En fait, il n'y a aucune raison pour qu'elles aient collé à la théorie monétariste. En effet, celle-ci sous-estime les effets sur l'offre d'une politique monétaire restrictive, de même qu'elle surestime le mécanisme de l'"expenditure switching", très difficilement réalisable dans une économie caractérisée par des coûts fixes très importants, ainsi que par un appareil industriel organisé en oligopole. L'expérience a montré non seulement un recul évident de la demande, mais encore une réduction non moins évidente du potentiel d'offre. Ainsi qu'il est suggéré à l'annexe 2, la surévaluation

du dollar (due à un phénomène monétaire uniquement) pénalise les industries d'exportation et renforce la concurrence étrangère sur le sol américain. L'industrie américaine, soumise à l'influence du commerce international (exposed), doit faire face à d'énormes problèmes, d'autant plus que l'intégration internationale a réduit les marges de profit et que les taux d'intérêt en vigueur sur l'ensemble du territoire ne favorisent guère la formation de cash flow. [\*4] De nombreuses entreprises américaines ont été contraintes de fermer leurs portes ou d'expatrier tout ou partie de leur production dans des pays connaissant des conditions plus favorables.

On peut donc envisager une situation dans laquelle la demande et l'offre diminuent parallèlement. Résultat : l'inflation ne fléchit pas et les autorités monétaires qui poursuivent leur politique restrictive, détruisent à terme les capacités de production de la nation.

Cette politique monétaire n'a évidemment pas que des effets nationaux. Comme nous l'avons vu lors de l'étude des théories de la détermination des taux de change, il est fort probable, ceteris paribus, que le dollar s'apprécie vis-à-vis des monnaies des partenaires économiques des Etats-Unis. Les-dits partenaires pourraient accepter avec joie ce qui correspondrait pour eux aux effets d'une dévaluation compétitive, sans pour autant que l'on puisse leur en tenir rigueur. En réalité, il n'en va pas ainsi puisque le dollar sert de numéraire de facturation à la majeure partie du commerce international, notamment le pétrole. Aussi se produit-il les effets pervers (courbe en J) auxquels j'ai fait allusion dans la première partie.

Conscients de ce mécanisme créateur d'inflation et souvent initiateur d'un processus en "cercle vicieux", les n-1 pays vont réagir face à la dépréciation de leur monnaie. Pour cela, ils vont généralement à leur tour restreindre la création monétaire intérieure, ce qui va augmenter les taux d'intérêt et ralentir l'activité économique.

On doit dès lors s'attendre à un phénomène déflationniste mondial, ce d'autant plus que, comme nous l'avons vu, la politique monétaire restrictive américaine est susceptible de se poursuivre. Ce processus est par ailleurs renforcé par le rôle du multiplicateur international traditionnel. [\*5]

## 2. La politique budgétaire

En s'occupant surtout de l'offre, la "Reaganomie" a effectivement mis le doigt sur un problème réel. De trop lourdes charges fiscales ont détruit la volonté d'entreprendre, ce qui a diminué l'offre potentielle. Comme l'a souligné Paul De Grauwe, la politique fiscale américaine a fait preuve d'une grande irresponsabilité économique pendant la période inflationniste qu'ont

connue les années 60 et 70. [\*6]

La réduction de la charge fiscale proposée par le candidat Reagan devait compenser la diminution du potentiel d'offre résultant d'une politique monétaire restrictive; elle devait même limiter celle-ci par une adéquation des anticipations économiques aux désirs du président. Le plan initial des "supply-siders" (économistes de l'offre) prévoyait une augmentation des ressources fiscales propres à équilibrer les comptes de l'Etat, grâce au mécanisme de la courbe de Laffer et à des perspectives de croissance irréalistes.

Parallèlement à cet assainissement des finances, les économistes de l'offre et les monétaristes (les conseillers économiques du Parti républicain) proposaient une réduction de l'emprise néfaste de l'Etat sur l'économie par le bais d'une diminution des dépenses publiques. Dans leur projet de société idéale, l'Etat ne remplit qu'un minimum de tâches, par exemple la défense, l'ordre et les relations diplomatiques. [\*7]

Malheureusement, les prévisions de croissance optimistes des conseillers économiques se sont révélées inexactes. En revanche, le président Reagan a bénéficié d'un soutien considérable au Congrès pour imposer son programme de réduction fiscale (Tax Recovery Act de 1981). D'autre part, le programme d'armement défendu par le président Reagan a contrecarré les prévisions de coupes budgétaires uniformes. En fait, seuls les programmes sociaux ont été touchés, tandis que les dépenses liées à l'armement ont au contraire progressé. Ces modifications apportées à l'équilibre du budget ont créé le déficit budgétaire le plus lourd de l'histoire américaine, alors que le candidat Reagan voulait précisément réduire les déficits :

En soit, un déficit budgétaire ne pose pas de problèmes à l'économiste. C'est un choix de société sur lequel il ne peut que donner son avis de citoyen. Par contre, le financement du déficit a lui des répercussions économiques importantes. Les autorités peuvent choisir entre deux modes de financement distincts : le financement par la création monétaire ou l'emprunt sur les marchés financiers et monétaires. La première solution dépend de la législation en vigueur ainsi que du programme économique du gouvernement. Aux Etats-Unis, on peut clairement rejeter un tel mode de financement puisque les autorités désirent conserver le caractère restrictif de leur politique monétaire.

La deuxième solution consiste à drainer des fonds sur les marchés financiers et monétaires, nationaux ou étrangers. Il convient toutefois de ne pas considérer uniquement le déficit budgétaire, mais les besoins d'emprunt totaux du secteur public (BESP) pour mesurer l'interférence gouvernementale dans les mécanismes économiques d'une économie de marché.

### 3. Les besoins d'emprunt du secteur public

Ce problème est représenté dans le troisième quadrant du système économique (annexe 2). Il permet d'établir un lien avec l'étranger (les n-1 pays) et le marché financier international.

L'entrée massive de l'Etat dans la compétition pour les fonds disponibles sur les marchés des capitaux provoque naturellement une hausse des taux d'intérêt qui décourage l'entreprise privée. C'est le fameux effet d'éviction ("crowding out") dont parlent les monétaristes. Ce phénomène ne touche pas uniformément un pays, mais crée des distorsions régionales ou sectorielles qu'il convient d'apprécier.

Dans leur recherche des conditions de crédit les plus avantageuses, les entreprises vont se tourner vers le marché international ou les différents marchés nationaux. C'est ainsi que le modèle prend sa dimension internationale.

De toutes façons, l'éviction entraîne une diminution du potentiel productif de la nation, ce qui va évidemment à l'encontre du but recherché. A nouveau, on peut parler d'effets pervers sur l'offre.

### 4. Le modèle en économie ouverte ou le marché international des capitaux

C'est dans le quatrième quadrant que l'on peut évaluer les répercussions de la politique économique américaine sur les n-1 pays. Schématiquement, ceux-ci sont affectés par deux mécanismes.

Premièrement, la menace de l'inflation importée les contraint à raffermir leurs politiques monétaires afin de ne pas accentuer la dépréciation de leurs monnaies par rapport au billet vert. Deuxièmement, le déficit budgétaire encourage les emprunteurs américains à recourir au marché international dans le but d'éviter l'effet d'éviction. De plus, par ce mécanisme, le pouvoir d'attraction de capitaux de l'économie américaine s'accroît. En effet, des taux d'intérêt hautement "compétitifs" et une tendance à l'appréciation continue du dollar incitent les investisseurs internationaux à placer leurs avoirs en actifs américains. Ce processus aggrave encore la pression exercée par les emprunteurs américains sur les divers marchés financiers non-américains.

Etant donné le climat d'incertitude que connaît actuellement le monde financier, il est normal que les instituts bancaires privés fassent preuve d'éclectisme et de prudence dans leurs opérations de crédit. Cette contraction que l'on a remarqué sur le marché du crédit affecte évidemment d'avantage les PVD, les pays nouvellement industrialisés (PNI) ou même des pays comme la France, dont la politique économique n'inspire guère confiance

aux milieux financiers, que les entreprises américaines de premier rang.

##### 5. Les interférences politiques.

Comme de juste, le processus économique décrit ci-dessus ne se déroule pas sans que les politiciens tentent d'en entraver le fonctionnement à l'avantage de leurs pays respectifs.

Les flèches du tableau de l'annexe 2 représentent précisément ces interférences. La politique de Ronald Reagan voulait rétablir la concurrence parfaite en diminuant l'ingérence de l'Etat dans l'économie, donc promouvoir un ordre économique libéral dans lequel le libre-échange avait évidemment une place de choix. Le président Reagan envisageait une solution intérieure aux problèmes économiques américains, principalement axée sur son programme de réduction fiscale qui aurait dû relancer l'investissement et, par conséquent, l'économie américaine toute entière. Son horizon de Californien isolationniste s'est élargi lorsqu'il s'est rendu compte que la croissance se faisait timide et que les producteurs américains devaient faire face à une concurrence internationale virulente. Il aurait pu tenter d'expliquer ce phénomène par la surévaluation du dollar, mais ses convictions politiques fondamentales l'en ont empêché. En effet, selon les thèses républicaines, le marché est seul juge de la valeur d'équilibre d'une quelconque variable, travail, sucre, dollar, etc. C'est pourquoi, le mot surévaluation n'a pas été retenu par le président, car il aurait signifié une intervention sur le marché des changes, intervention politiquement exclue d'avance.

Le président a donc choisi comme explication ponctuelle l'approche traditionnelle de la balance des paiements. En étudiant les problèmes que pouvaient rencontrer les produits américains sur les marchés internationaux, l'administration américaine ne pouvait que parvenir à la conclusion que les Etats-Unis étaient victimes de pratiques discriminatoires. La doctrine officielle est alors passée de la notion de "free trade" à celle de "fair trade" (de libre échange à celle d'échange honnête). Le Congrès a par conséquent inévitablement ouvert des débats sur les points suivants :

- quotas à l'importation de certains biens, comme les voitures japonaises;
- proposition de loi sur la réciprocité;
- modification de l'organisation du système d'exportation en acceptant la loi sur les sociétés de promotion des exportations (export trading companies) qui peuvent déroger à la loi anti-trust.

Par ailleurs certains de leur supériorité en matière de servi-

vices, les Américains ont demandé que des négociations visant à la libéralisation des échanges de services s'ouvrent au sein du Gatt à la fin de l'année 1982. On ne peut alors s'empêcher de se souvenir des initiatives des présidents Kennedy et Nixon qui, eux aussi, croyaient à la supériorité évidente de l'industrie américaine en matière agricole et industrielle...

De toutes façons, il faudrait être naïf pour croire que des mesures protectionnistes resteraient unilatérales, donc que la spirale protectionniste ne menacerait pas de diminuer la croissance du commerce international. Les chiffres les plus récents fournis par le Gatt montrent que le commerce international s'est déjà contracté en 1981, et que les perspectives pour l'année 1982 ne sont guère réjouissantes. [\*8]

Une interférence politique s'est aussi manifestée dans l'orientation restrictive de la politique monétaire. Les milieux internationaux et certains groupes de pression américains ont tenté de modifier le cours de la politique monétaire. Les milieux internationaux ont généralement mis l'accent sur l'importance du déficit budgétaire qui devrait être réduit dans les plus brefs délais. Etant donné qu'il n'est pas pensable d'obtenir des bons résultats à court terme, ils proposent que temporairement et parallèlement les autorités américaines relâchent les rênes monétaires. Ne craignant pas d'intervenir dans la conduite de la politique intérieure, les groupes de pression américains ont sorti leurs revendications de propositions précises pour modifier la structure budgétaire, tant au niveau des recettes que des dépenses (trop de dépenses militaires, pas assez de dépenses militaires, retrait des troupes d'Europe, sécurité sociale, enseignement, impôts sur l'énergie, impôts sur le revenu, aide au développement, etc).

Une menace d'interférence politique distincte a consisté à se pencher sur le mécanisme de transmission international principal des effets de la politique économique américaine, c'est-à-dire sur l'intégration financière internationale. Les mouvements de fonds à la recherche d'une rémunération plus élevée ou d'une sécurité plus grande amplifient les variations de change, obligent les autorités des n-1 pays à indexer leurs taux d'intérêt sur les taux américains et provoquent une multitude de mécanismes induits qu'il serait trop long d'énumérer. Par conséquent, de nombreuses personnalités officielles ont sérieusement songé à isoler leur pays d'une quelconque influence néfaste en provenance de l'étranger, par la création d'un système d'entraves aux mouvements des capitaux. Ce fut notamment le cas du président Mitterrand, pendant la période précédant le Sommet économique de Versailles de juin 1982.

## 6. Remarques finales

En résumé, il convient de noter la position centrale qu'occupent

les taux d'intérêt américains dans le fonctionnement du système économique en économie ouverte. Cette remarque permet de mieux comprendre la raison pour laquelle le débat politico-économique international s'est concentré autour du problème des taux d'intérêt américains depuis le Sommet économique d'Ottawa de juillet 1981.

En effet, des taux d'intérêt trop élevés créent des problèmes internes aux Etats-Unis et mettent en danger la crédibilité des politiques monétaire et budgétaire. Or ces taux cristallisent l'idéologie politique du parti au pouvoir. En recherchant des sources de fonds plus avantageuses en dehors de leur territoire, les entreprises américaines annoncent un processus de contagion à l'ensemble du système économique. Les principaux résultats de cette politique économique sont le chômage dans les pays occidentaux, une plus grande fragilité du système politico-économique des pays industrialisés (notamment en ce qui concerne l'OTAN et les différentes ententes douanières) ainsi qu'une littérale mise en faillite des pays non industrialisés. Celle-ci menace à son tour de faire éclater l'ordre monétaire libéral, support essentiel à la viabilité du système politique du "monde libre". La situation catastrophique des PVD et des PNI est directement liée aux taux d'intérêt américains puisque ceux-ci affectent les ressources et les dépenses de ces pays. Les ressources sont touchées en raison de la surévaluation du dollar qui explique la chute du cours des matières premières. En matière de dépenses, le lien est plus immédiat, puisque les dettes contractées par ces pays sont essentiellement exprimées en dollars.

Ayant brièvement décrit le fonctionnement du système économique international, donc "mon" cadre de référence, il convient de revenir plus précisément sur les quatre quadrants-thèmes définis plus haut et représentés dans le tableau de l'annexe 2. En d'autres termes, il s'agit de traiter des effets économiques globaux de la "Reaganomie". Ce sujet a déjà fait couler beaucoup d'encre, mais rares sont les articles objectifs, au sens défini par Merleau-Ponty. Seul Christian Stoffaës, à ma connaissance, a proposé un texte mettant en lumière les contradictions de la politique économique du président Reagan prise dans sa globalité. [\*9] Il souligne les contradictions internes au monétarisme et à l'économie de l'offre, ainsi que les contradictions issues de la confrontation entre le monétarisme et l'économie de l'offre. En procédant de la sorte, Stoffaës couvre les trois premiers quadrants du tableau de l'annexe 2 mais néglige le quatrième quadrant qu'il aurait pu appeler, en suivant sa terminologie, les contradictions inhérentes au régime monétaire international. Les chapitres 6, 7 et 8 vont tenter de préciser la nature des quadrants-thèmes ou des contradictions dont il est question.

LA POLITIQUE MONETAIRE AMERICAINE

---

Les économistes se sont depuis toujours intéressés aux mécanismes monétaires et leur intérêt n'a eu d'égal que la mésentente coutumière qui caractérise leur profession lorsqu'une question importante est débattue. Dans son ouvrage sur l'évolution de la science économique, H. Denis n'a-t-il pas dit :

"Il a été peu question jusqu'ici, dans le présent ouvrage, des discussions qui ont eu lieu entre les économistes sur les problèmes monétaires. Si nous avons délibérément écarté ces discussions, c'est qu'à notre avis elles ont été presque entièrement stériles". [\*1]

Je ne désire pas alimenter la longue polémique en termes historiques, mais plutôt tenter de clarifier la situation actuelle. Une telle tâche n'est guère facile car, et c'est un élément essentiel, de nos jours le problème de la gestion de la masse monétaire est tombé dans l'arène politique; une arène qui offre un piteux spectacle lorsque le débat monétaire est à l'affiche et que la presse se charge de sa promotion. Le clou du spectacle aux Etats-Unis a été jusqu'à ces jours la publication hebdomadaire des chiffres de croissance de la masse monétaire. Le Wall Street Journal du 7 avril 1982 a publié un article intitulé "la montre du vendredi", dans lequel il rit... de lui-même. L'article débute de la manière suivante :

"Un des charmants petits rituels que connaît Wall Street se déroule chaque vendredi à 16h10 précises. C'est en effet à ce moment-là que les "hommes d'argent" dirigent leurs regards terrifiés vers leurs écrans de contrôle, comme les islamiques s'orientent vers La Mecque, afin de lire les chiffres de la croissance monétaire hebdomadaire. Une fois informés, ils s'élancent avec impétuosité dans une activité frénétique, frappant les touches de leurs téléphones dans le but de s'aligner correctement avec l'économie avant la fin de la semaine. Le catéchisme du marché enseigne que même si M1 est un faux Dieu, c'est le seul Dieu en place..."

Lorsque l'on parle des taux d'intérêt trop élevés, le nom de Paul Volcker nous vient immédiatement à l'esprit. En effet, depuis sa nomination à la tête du Fed, Volcker a été le bouc émissaire ou la bête noire de quasiment toutes les parties en

présence : la droite américaine, les démocrates, Wall Street, les monétaristes, les supply-siders, les banquiers des Banques Centrales et des banques commerciales, le Gouvernement, le Congrès et les institutions internationales. Je ne crois pas devoir, ni même pouvoir ajouter etc., car tout le monde a un jour ou l'autre critiqué la politique monétaire américaine depuis le 6 octobre 1979.

Je ne désire pas être exhaustif en matière de politique monétaire, mais puisque cette question a été l'objet de telles querelles, tant aux Etats-Unis que dans le monde entier (et qu'elle continue de l'être), il convient d'adopter une position claire à ce propos. D'autre part, étant donné les conclusions tirées de la première partie, on est en mesure d'affirmer que la politique monétaire américaine suscite des répercussions qui dépassent indubitablement les frontières des Etats-Unis, et constitue un élément clé dans la gestion du régime monétaire international.

### 1. Le débat théorique sur la question monétaire

Il est évident que ce problème dépasse largement les frontières des Etats-Unis et que de nombreuses études vont encore s'ajouter aux tonnes de publications déjà parues.

Comme nous l'avons vu dans les considérations d'ordre méthodologique de l'introduction, les économistes ont tendance à ne pas partager les mêmes vues pour des raisons différentes, ou plutôt à des niveaux différents. Ainsi, une conception philosophique différente est susceptible d'entraîner des conclusions différentes à propos d'un problème économique spécifique. Certains auteurs ont tenté de discerner dans quelle mesure le monétarisme correspondait à une Weltanschauung ou à une analyse économique; [\*2] ces études mériteraient d'être lues par les trop nombreux économètres qui, de bonne foi, construisent des systèmes basés sur des hypothèses douteuses. Même Franco Modigliani et Milton Friedman avouent par exemple que "l'argumentation selon laquelle le rôle de croissance monétaire doit rester stable est pour le moins autant politique qu'économique". [\*3]

Les monétaristes se basent sur des hypothèses que l'on ne peut vérifier et ils proposent des relations de causalité sans pour autant en démontrer le mécanisme. Ainsi en est-il par exemple de la stabilité supposée de la fonction de demande de monnaie, de la possibilité de contrôler la fonction d'offre de monnaie (en négligeant même le rôle des innovations financières), du rôle pervers de l'Etat dans l'économie et du côté des mécanismes, la relation entre la croissance monétaire et la croissance réelle. En fait, ce dernier point a été éclairci et le monétarisme ne mérite plus le qualificatif de "black box economics" (théorie économique de la boîte noire), attribué à M. Friedman et A. Schwartz après la parution de leur important ouvrage sur

## l'histoire monétaire américaine. [\*4]

En effet, d'autres monétaristes, comme B. Metzler et K. Brunner ont expliqué le mécanisme par lequel une politique monétaire restrictive affecte l'économie. [\*5] Leur analyse ne diffère en aucun point de l'approche keynésienne, puisque c'est bel et bien par un ralentissement de l'économie, à travers chômage et faillites, que l'ajustement se réalise. Toutefois, comme cela est suggéré dans le tableau de l'annexe 3, ce coût social transitoire ne devrait pas durer trop longtemps.

Pour que cette période se déroule le plus vite possible, il convient d'atténuer rapidement les anticipations inflationnistes qui prévalaient sur le marché avant l'adoption d'une politique monétaire restrictive. [\*6] Cette baisse des anticipations relève d'une importance primordiale, puisque c'est d'elles que dépendent les négociations salariales, l'évolution des taux d'intérêt, la formation des prix et dans une certaine mesure le comportement de la monnaie sur le marché des changes. Des anticipations favorables créent un climat propice à la croissance économique sans inflation, alors que l'inverse constitue un terrain de prédilection pour le chômage et l'inflation.

Dans le milieu inflationniste que nous connaissons, la crédibilité d'une politique est autant importante que son efficacité réelle. [\*7] Aussi le débat autour des modalités du fonctionnement de la politique monétaire américaine est-il très important.

## 2. Les modalités du fonctionnement de la politique monétaire américaine

Si les monétaristes et keynésiens modérés s'accordent à penser qu'il convient de contrôler la croissance monétaire, leurs vues quant aux méthodes de contrôle divergent singulièrement. Les premiers favorisent un contrôle direct de la masse monétaire à travers le système bancaire tandis que les seconds veulent contrôler l'expansion monétaire à travers les taux d'intérêt.

Ainsi que nous l'avons vu dans la première partie, le passage au régime de changes flottants aurait dû offrir à un pays la possibilité de mener une politique monétaire autonome. [\*8] Aux Etats-Unis, une politique monétaire restrictive ne correspondait pas aux ambitions mercantilistes des administrations Nixon, Ford et Carter. Il fallut, ainsi que nous en avons parlé précédemment, d'énormes pressions extérieures pour que le président Carter nomme à la tête du Fed un économiste sympathisant avec les idées monétaristes, M. Paul Volcker. [\*9] P. Volcker a annoncé le 6 octobre 1979 une modification brutale du cours de la politique monétaire qui allait avoir des conséquences pour les Etats-Unis et pour le monde, puisqu'elle signifiait une moins grande stabilité des taux d'intérêt contre une croissance plus régulière de la masse monétaire, le but suprême des économistes

monétaristes. [\*10]

Depuis le début des années 70 déjà, le Fed édicte des normes (targets) de croissance autorisée pour un certain nombre d'agrégats du stock monétaire. Depuis lors, la technique a été améliorée à plusieurs reprises. A l'heure actuelle, des normes annuelles et des normes intermédiaires sont prévues. Les normes annuelles empruntent la forme d'une fourchette de croissance en prenant comme base le niveau moyen du quatrième trimestre de l'année précédente. Si la croissance réelle de la masse monétaire se situe en dehors de cette fourchette, elle peut être corrigée par les normes intermédiaires.

Pendant toute la période au cours de laquelle le Fed a prescrit des normes de croissance de la masse monétaire, les réserves ont été l'élément essentiel de la politique monétaire. Les réserves sont constituées d'avoirs monétaires détenus au Fed par des établissements financiers. [\*11] Outre les encaisses que chaque banque détient pour ses opérations au guichet, elles comprennent principalement des avoirs en compte courant au Fed que l'on appelle "Fed Funds". Tous les transferts entre établissements financiers passent par ces comptes. Les établissements financiers détiennent des réserves parce que le Fed leur impose une réserve minimale, un montant calculé en proportion du niveau moyen de leurs dépôts. [\*12]

Etant donné que les réserves représentent, avec la monnaie fiduciaire en circulation le poste principal au passif du Fed, ce dernier peut influencer directement la quantité des réserves en manipulant les postes figurant à l'actif de son bilan. L'un des moyens d'influencer les réserves passe par le réescompte : en modifiant le taux d'escompte et en majorant les pénalisations pour les emprunteurs assidus, le Fed peut canaliser à peu près comme il le souhaite les réserves obtenues de cette manière (réserves empruntées ou "borrowed reserves"). Cette forme de contrôle des réserves est cependant beaucoup moins importante que les opérations d'"open market" du Fed; en achetant ou en vendant des effets publics, le Fed a une action directe sur la quantité de réserves non-empruntées (ou "non borrowed") présentes dans le système financier. Si, par exemple, le Fed achète des effets publics aux banques, les avoirs des banques auprès du Fed sont crédités du montant correspondant; en d'autres termes les réserves (non-empruntées) augmentent. Inversement, les réserves non-empruntées diminuent en cas de vente "open market".

La rigidité ou au contraire la souplesse de l'action du Fed se reflète dans le "Federal Funds Rate", c'est-à-dire le taux sur le marché de l'argent au jour le jour. Les institutions financières nanties d'un excédent de réserves offrent sur ce marché des dollars pour un jour (overnight), tandis que celles qui affichent un déficit de réserves se portent demandeur. Si le Fed soustrait des réserves au système financier par des ventes

"open market", l'offre sur le marché de l'argent au jour le jour diminue automatiquement de sorte que le "Federal Funds Rate" sera orienté à la hausse.

C'est ce taux d'intérêt qui a constitué jusqu'en octobre 1979 la variable à laquelle l'on se référerait en priorité pour juger de l'orientation à donner à la politique monétaire. Indépendamment du fait de savoir si le niveau des taux d'intérêt permet d'émettre un jugement sensé sur le caractère trop restrictif ou trop expansif de la politique suivie (un point épineux du débat keynésiens-monétaristes), la grande objection formulée à l'égard de la politique monétaire d'avant octobre 1979 était qu'elle visait dans une trop grande mesure à éliminer les fluctuations à court terme des taux d'intérêt aux dépens de dépassements cumulatifs des normes de croissance de la masse monétaire.

C'est pourquoi le Fed a adopté en octobre 1979 une nouvelle méthode de contrôle, qui fait des réserves la variable centrale en fonction de laquelle doit être agencée la politique monétaire. Depuis lors, le Fed fixe après chaque réunion du "Federal Open Market Committee" (FOMC), pour les réserves totales un schéma de croissance réputé compatible avec les normes intermédiaires de croissances de la masse monétaire en tenant compte des fluctuations saisonnières des mouvements de fonds d'un type de compte à un autre. [\*13] Des réserves totales sont soustraits les réescomptes estimatifs pour aboutir à un schéma de croissance des réserves non-empruntées sur lequel s'alignent les opérations d'"open market".

Les fluctuations plus marquées du "Federal Funds Rate" sont une conséquence logique de la nouvelle technique; la fourchette à l'intérieur de laquelle le taux de l'argent au jour le jour peut varier a dès lors été élargie de 0,5-1% à 5-6% autour du niveau de taux d'intérêt jugé conforme aux normes intermédiaires de croissance de la masse monétaire. Si le taux d'intérêt risque de sortir de cette fourchette, le Fed doit intervenir selon le cas soit en injectant des réserves, soit en redéfinissant la fourchette des taux d'intérêt lors d'une réunion spéciale du FOMC. Dans la nouvelle méthode de contrôle, le Fed continue par conséquent à attacher une certaine importance aux taux d'intérêt pour déterminer l'orientation de la politique monétaire. Il convient toutefois de ne pas en exagérer la portée, car plus ou moins 6% représente 12%; le taux au jour le jour peut par exemple varier de 8% à 20% sans que le Fed n'intervienne !

Le tableau suivant compare l'action du Fed, avant et après octobre 1979, en réaction à une croissance trop rapide de la masse monétaire. Ce qui saute immédiatement aux yeux, c'est que la nouvelle technique de contrôle est beaucoup plus directe. [\*14]

## Comparaison du contrôle de la croissance monétaire par les taux d'intérêt et par les réserves bancaires

TABLEAU I — COMPARAISON DU CONTRÔLE DE LA CROISSANCE MONÉTAIRE PAR LES TAUX D'INTÉRÊT ET PAR LES RÉSERVES BANCAIRES

Effets initiaux d'une croissance inattendue de la demande monétaire	Réaction directe du Fed	Conséquences de l'action du Fed	Action suivante du Fed	Conséquences de la seconde action
<ul style="list-style-type: none"> <li>• La croissance monétaire s'accélère</li> <li>• La demande de réserves augmente</li> </ul>	Contrôle par le « federal funds rate » : situation avant octobre 1979			
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le Fed accroît les réserves non empruntées par des achats « open market » afin de maintenir le « federal funds rate » dans la fourchette souhaitée</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nouvelle accélération de la croissance monétaire</li> <li>• Le « federal funds rate » baisse</li> <li>• Les autres taux à court terme baissent (sauf si une accélération de l'inflation est prévue)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le Fed relève la norme pour le « federal funds rate » et réduit les réserves non empruntées par des ventes « open market »</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La croissance monétaire se ralentit</li> <li>• Les réserves empruntées augmentent (sauf en cas de hausse du taux d'escompte)</li> <li>• Les autres taux à court terme montent (sauf si un recul de l'inflation est prévu)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le « Federal funds rate » monte</li> </ul>	Contrôle par les réserves bancaires : situation après octobre 1979			
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le Fed réduit les réserves non empruntées par des ventes « open market » afin de maintenir la croissance monétaire dans la fourchette souhaitée</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La croissance monétaire se ralentit</li> <li>• Nouvelle hausse du « federal funds rate »</li> <li>• Les autres taux à court terme montent (sauf si un recul de l'inflation est prévu)</li> <li>• Les réserves empruntées augmentent (sauf en cas de hausse du taux d'escompte)</li> </ul>		

Source : « Conference Board ».

### 3. Les premières réactions étrangères

Après les mesures du 6 octobre 1979, les autorités étrangères, notamment celles des pays membres de l'OCDE et celles des pays exportateurs de pétrole (OPEP), se sont félicitées du succès auquel leurs pressions avaient abouti. Une politique monétaire plus restrictive devrait en effet juguler l'inflation et raffermir la valeur d'un dollar sous-évalué.

N'oublions pas que (1) l'Arabie Saoudite soutenait l'allié américain en jouant le trouble fête au sein de l'OPEP et (2) qu'en 1978 au Sommet économique de Bonn, les Japonais et les Allemands adoptaient le point de vue américain en relançant leurs économies selon le fameux principe de la "locomotive". Un dollar

sous-évalué menaçait donc directement les partenaires des Etats-Unis les plus coopératifs.

Dans un premier temps, le dollar s'est raffermi, avant de s'en- voler du même élan que les taux d'intérêt américains. En effet, la hausse des taux monétaires s'est logiquement communiquée aux taux à long terme. Parallèlement à cette hausse généralisée, la structure des taux d'intérêt s'est progressivement renversée, comme nous le verrons plus précisément au point 1 du chapitre 8.

Les premières réactions violentes se sont faites entendre lors du Sommet économique d'Ottawa en juillet 1981. C'est essentiellement le nouveau président français, François Mitterrand, qui a attaqué la politique monétaire américaine, sous l'angle de ses effets de contagion sur les taux européens. A la lecture du Communiqué final du Sommet, on remarque que tous les chefs d'Etat présents, à part MM. Reagan et Suzuki bien entendu, ont tenu à mentionner clairement l'aspect néfaste des taux d'intérêt américains. En ces termes, il serait possible de croire que R. Reagan faisait face à une coalition européenne homogène. En fait cela n'était pas le cas, puisque aucun des leaders ne connaissait bien le programme économique du Gouvernement français (le connaissait-il d'ailleurs lui-même ?) et tous se méfiaient de sa politique de relance par la consommation financée essentiellement par la création monétaire, ainsi que de son programme de nationalisation. En Grande-Bretagne, la discorde entre Sir Geoffrey (le Chancelier de l'Echiquier) et D. Richardson de la Banque d'Angleterre était inconnue de personne; par conséquent on ne pouvait s'attendre à un ferme rejet de la politique monétariste américaine. [\*15]

Etant la cible favorite des attaques étrangères, M. Volcker s'est exprimé publiquement à travers sa fameuse déclaration du 16 juillet 1981, avant l'ouverture du Sommet d'Ottawa. Après une rencontre avec Reagan, il a déclaré que "Les Etats-Unis ne peuvent ni même ne doivent assumer la responsabilité des difficultés économiques de certains pays. ... C'est une erreur que d'attribuer l'augmentation de 20% du dollar, depuis décembre 1980, principalement aux taux d'intérêt. ... le Fed ne va pas modifier sa politique en réponse aux critiques européennes et japonaises. ... le Fed n'a ni un objectif de taux d'intérêt ni un objectif de taux de change. Nous adoptons le point de vue qu'une pression constante sur la création monétaire est nécessaire pour assurer une reprise non-inflationniste des activités". [\*16]

Cette position a donc prévalu à Ottawa, où R. Reagan s'est tout de même engagé "à faire de son mieux" pour diminuer les taux d'intérêt. Cela ne l'a toutefois pas empêché de poursuivre sa croisade pour le monétarisme, puisqu'en septembre 1981, lors de l'Assemblée Annuelle du FMI, on insista sur la "nécessité d'adopter des politiques monétaires restrictives afin de diminuer

les pressions inflationnistes".

#### 4. Les réactions intérieures

Au début de l'année 1982, les Américains attendaient toujours les effets du programme du président Reagan. L'euphorie électorale disparue, seule la froideur des tristes performances de l'économie retenait l'attention du public; les prévisions de croissances étaient largement démenties, tandis que le chômage et les faillites étaient les seuls taux en progression. On avait donc besoin d'un bouc émissaire et M. Volcker était tout désigné, d'autant plus facilement qu'il avait été nommé par le président Carter.

C'est à cette époque que l'unité gouvernementale derrière la "Reaganomie" a commencé de se désintégrer. Le premier coup de massue fut celui de David Stockman. Lors d'une interview accordée à l'Atlantic Journal en décembre 1981, le Chef du Budget a dit que l'économie de l'offre était "un Cheval de Troie" dans le système économique, afin de donner plus aux riches et de demander plus aux pauvres (nous reviendrons sur ce point dans le chapitre suivant consacré à l'économie de l'offre).

En matière de politique monétaire, la scène américaine se divisait entre (1) ceux qui affirmaient qu'elle était utile mais trop stricte, (2) mais pas assez stricte et (3) ceux qui clamaient qu'elle ne servait à rien sinon à détruire l'économie.

##### 4.1. politique monétaire trop stricte

Cette position était représentée par Jack Kemp et ses amis (J. Wanninski, A. Laffer, etc.) adeptes de l'économie de l'offre et issus de la droite conservatrice américaine. Ils pensaient que la politique trop stricte du Fed allait ruiner leur programme économique, essentiellement compromettre de nouvelles coupes budgétaires ainsi que des abaissements fiscaux ultérieurs. Par conséquent, la politique monétaire devait céder le pas sur la politique budgétaire.

En fait leur souci n'était pas de nature purement monétaire. La politique monétaire constituait une contrainte pour leurs ambitions de redéfinition globale des structures économiques. Tout comme les démocrates d'ailleurs, ils n'ont pas proposé une alternative à la politique du Fed. Celle-ci devait être approuvée par le Congrès, un point c'est tout ! Une position qui s'apparente donc à la troisième attitude que je ne commenterai pas.

##### 4.2. politique monétaire pas assez stricte

Cette ligne d'attaque fut par contre beaucoup plus sérieuse. Elle a été principalement dirigée par D. Regan, secrétaire du Trésor, B. Sprinkel, sous-secrétaire du Trésor pour les Affaires Monétaires et M. Friedman, Prix Nobel d'économie, pilier

central du monétarisme et nouvelle idole nationale, consacrée grâce à sa série très populaire d'émissions télévisées "Free to Choose". Le rapport entre ces différentes personnalités s'explique par le fait que B. Sprinkel est un ami et fidèle disciple de M. Friedman et que le discipliné D. Regan tentait de secourir son président. En effet, lors d'une conférence de presse, celui-ci avait dit que le "Fed donnait de mauvais signaux au marché en raison de sa politique erratique". [\*17]

P. Volcker dominait aisément ses adversaires en insistant sur la responsabilité du déficit budgétaire dans la hausse des taux d'intérêt. Sa voix s'est vue renforcée par l'écho des Européens, hommes politiques et banquiers centraux, qui eux aussi voyaient dans l'irresponsabilité budgétaire de l'administration Reagan, la source principale qui alimentait la flambée des taux d'intérêt et du dollar.

C'est alors que le secrétaire Regan développa le concept du "contrôle erratique" devant le "Joint Economic Committee" du Congrès le 21 janvier 1982 :

"Tant que les gens sont incertains quant au cours que va prendre la politique monétaire, nous n'arriverons pas à faire baisser nos taux d'intérêt. [\*18] Actuellement, une prime de risque importante majeure les taux d'intérêt, il s'agit d'une prime de volatilité et d'une prime relative à l'inflation; elles résultent toutes deux du manque de confiance en la politique monétaire. Les opérateurs du marché sont souvent "grillés" et c'est la raison pour laquelle ils réclament une prime supplémentaire". [\*19]

Toutefois, D. Regan a reconnu que le Fed parvenait à rester dans les limites de la fourchette de croissance monétaire annuelle prévue. Cependant, d'après lui, "parlant en tant que conseiller averti du monde de la finance, je suis certain qu'il est possible de contrôler l'évolution monétaire d'une manière encore plus précise". [\*20] Il a terminé son discours en affirmant qu'un déficit budgétaire n'avait pas d'impact sur les taux d'intérêt.

Milton Friedman n'a pas "offert" immédiatement une explication au "mystère des taux d'intérêt". En fait, les monétaristes n'avaient auparavant jamais recommandé un contrôle monétaire sur une base hebdomadaire. Aussi, dans son éditorial de Newsweek du 21 décembre 1981, M. Friedman avouait-il que "le niveau élevé des taux d'intérêt offre une énigme pour laquelle nous n'avons pas d'explication satisfaisante... L'absence d'explication raisonnable ne signifie pas qu'il n'y en ait point, mais peut renforcer le soupçon que peut-être nous assistons à la gestation d'une créature chimérique, issue de la myopie de Wall Street et de son instinct de mouton. Si c'est le cas, l'avortement est pour bientôt. Sinon, nous devons retourner à nos ordinateurs".

Il faut croire que M. Friedman a effectivement fait travailler d'avantage ses ordinateurs que ses facultés de raisonnement économique, puisque le 1 février 1982, il publiait un article couvrant une page entière du Wall Street Journal; [\*21] il l'a intitulé "La Réserve Fédérale et l'instabilité monétaire". Son argument est comme d'habitude très astucieux, malhonnête (puisqu'invérifiable) et admirablement bien exposé. C'est ainsi qu'il nous rappelle "l'histoire de cet homme d'un mètre quatre-vingts qui s'est noyé en essayant de traverser une rivière dont la profondeur n'excédait pas, en moyenne, un mètre cinquante". Son argument s'articule autour du fait que bien que la moyenne de la croissance monétaire ait été "assez satisfaisante" durant les deux dernières années, les variations à court terme ont été trop élevées : "... il semble que l'expérience de ces dernières années constitue un exemple frappant du mal que peut faire l'instabilité monétaire. La période qui a commencé le 6 octobre 1979 diffère étonnamment des phases précédentes d'une durée comparable à trois égards : (1) le rythme de la croissance monétaire a été beaucoup plus irrégulier, (2) l'évolution des taux d'intérêt a été elle aussi beaucoup plus irrégulière, (3) tout comme le rythme de l'activité économique".

Bien que le Fed publie une liste d'objectifs monétaires précis et des modes opératoires (contrôle des réserves non-empruntées à travers des opérations d'open market) proches des revendications monétaristes, M. Friedman dit : "... mais vous ne l'avez pas fait correctement". La thérapie qu'il propose d'appliquer à la maladie actuelle du Fed consiste à passer du système de comptabilisation différée des réserves obligatoires (Lagged Reserve Accounting, LRA) au système de comptabilisation immédiate des réserves obligatoires (Current Reserve Accounting, CRA), [\*22] à lier le taux d'escompte au taux du marché, à ne fixer qu'un seul objectif de croissance monétaire (p.ex. M1) et à demander un coefficient de réserve unique pour les types différents de dépôts bancaires. A côté de ces remèdes "techniques", M. Friedman envisage un remède institutionnel, c'est-à-dire une limitation de l'indépendance du Fed.

#### 4.2/1 Les remèdes techniques

M. Friedman assure que le système LRA empêche le Fed de contrôler les réserves totales (empruntées et non-empruntées) : "Avec le système de comptabilisation immédiate, le Fed peut déterminer les réserves totales et ainsi contrôler précisément la base monétaire totale sur une base hebdomadaire". [\*23]

A nouveau M. Friedman exagère. Pour contrôler les réserves totales, il faut que l'on puisse agir sur les réserves non-empruntées et empruntées. En fait, le système CRA combiné à une libre détermination des taux d'escompte sur le marché réduirait non seulement les variations mais aussi le niveau d'emprunts (ou de

prêts) du secteur bancaire. Cette méthode pousserait les banques à détenir des réserves supplémentaires, ce qui faciliterait la tâche du contrôle de la croissance monétaire. Malheureusement, de telles pratiques ne laisseraient inactifs les milieux bancaires qui répondraient par le biais bien connu de l'innovation financière. [\*24]

La prise de position publique de M. Friedman a évidemment suscité des réactions multiples de la part des lecteurs du Wall Street Journal. Aussi, le 16 février, Richard Berner, directeur de "Wharton econometric", écrit-il : "... le mouvement de yo-yo de la masse monétaire est le résultat de l'obligation du Fed de contrôler des agrégats sur lesquels il n'a véritablement aucun contrôle et d'essayer de résorber des chocs tels que les 100 milliards de dollars du déficit budgétaire. Friedman en est conscient, mais il ne veut pas critiquer la politique budgétaire d'une administration qui est sur le chemin de réaliser son rêve le plus cher, c'est-à-dire la dislocation (le démantèlement) du gouvernement central, y compris le Fed lui-même". Malheureusement, toutes les réactions n'ont pas affiché le réalisme de M. Berner. Ainsi par exemple, toujours dans le même numéro du Wall Street Journal, R. Stepanovich s'exprime de la manière suivante :

"... Si la volatilité du marché financier peut être expliquée, même dans une certaine mesure uniquement, par l'adoption du système CRA ou du système LRA qui diffèrent seulement de deux semaines, alors je pense que cela constitue "un clou de plus dans le cercueil du Fed". Si la stabilité de nos marchés financiers, de notre économie, et par conséquent de notre société ne repose que sur des manipulations subtiles du Fed, la démonstration de M. Friedman m'entraîne à penser que nous devons enterrer cette créature malfaisante avant qu'elle ne nous enterre elle-même. Nous devrions rétablir un véritable étalon-or à 100% dans un marché libre à l'intérieur duquel les marchés financiers ont été prévisibles séculairement et non hebdomadairement". [\*25]

Les monétaristes les plus convaincus, comme les professeurs Metzler et Brunner ont pour leur part constitué un FOMC fantôme et multiplié les déclarations selon lesquelles l'on attachait encore trop d'importance aux taux d'intérêt.

Pour mettre une fin à cette querelle technique, je pense que l'avis de Samuel Brittan peut légitimement être pris au sérieux. En effet, n'a-t-il pas toujours soutenu la thèse monétariste jusque dans ces technicités les plus extrêmes. [\*26]

"Que les principaux économistes monétaires se préoccupent tant de technicités théologiques me surprend et me donne du souci... La plupart des "supply-siders" ne sont pas préparés à faire face aux coûts transitionnels d'une récession et d'une croissance plus lente, induits par une volonté de réduire l'inflation, et

ceci particulièrement avant des élections importantes pour le Congrès. Ils veulent mettre le pied au plancher tant sur l'accélérateur budgétaire que sur l'accélérateur monétaire, d'une manière beaucoup plus extravagante que les keynésiens qui, selon Friedman, occupent le Fed...

L'administration emploie l'argumentation de Friedman dans le but (1) de masquer ses divisions internes et (2) d'insinuer que la masse monétaire peut être contrôlée à l'aide de moyens indolores qui garantiraient simultanément un niveau bas des taux d'intérêt...

C'est le moment que les Friedmaniens arrêtent d'essayer de trouver une base commune avec les "suppiy-siders"... Au contraire, ils devraient rappeler au président que le Fed ne peut contrôler en même temps la quantité de monnaie et les taux d'intérêt et que les rafistolages techniques ne vont pas supprimer la nécessité du choix final". [\*27]

Je pense que c'est ce qu'il s'est passé le 15 février 1982 lorsque P. Volcker et R. Reagan se sont rencontrés secrètement. Il n'est donc pas possible de connaître le contenu de leur discussion puisque le porte-parole de la Maison Blanche a refusé de parler, de la même manière qu'il n'avait précédemment pas voulu confirmer cette rencontre en disant que "toute publicité était malvenue". [\*28]

Toutefois lors de sa première conférence de presse après cette rencontre, le président a exprimé "sa confiance dans la politique monétaire du Fed" et a dit que son administration travaillerait main dans la main avec le Fed en vue d'atteindre un niveau favorable des taux d'intérêt. Dans son intervention, il a d'autre part soutenu le principe d'indépendance du Fed ainsi que ses objectifs de croissance monétaire. [\*29]

#### 4.2/2 Le remède institutionnel

La remise en question de l'indépendance du Fed constitue donc le deuxième remède proposé par M. Friedman. [\*30] Dans un premier temps, nombreux hommes politiques ont demandé ouvertement la démission de M. Volcker (en particulier J. Kemp, Rep., N-Y), puis on alla plus loin lorsque le démocrate du Texas, H. Gonzales, demanda la destitution du président du Fed pour le seul motif prévu par la loi : crime contre l'Etat. [\*31]

Le nouveau président du Fed était déjà désigné dans les coulisses en la personne de Beryl Sprinkel, l'allié de M. Friedman. Il convient toutefois de rappeler que la Commission qui a le pouvoir décisionnel en matière monétaire (le Fed Board) est composé de sept membres et que chacun ne dispose que d'une voix, celle du président ayant uniquement le pouvoir de faire pencher la balance en cas d'égalité. Une analyse des procès-verbaux de la Commission depuis 1979 m'a d'ailleurs permis de me rendre

compte que rarement une décision ne fut prise différemment qu'à l'unanimité. Seul H. Wallich a-t-il montré une réticence pour des problèmes mineurs, mais son opposition envers P. Volcker n'a duré que très peu de temps et a été largement exagérée par la presse. [\*22]

Lorsque l'on s'est rendu compte qu'il était difficilement possible de destituer P. Volcker, et que de plus cela ne modifierait pas forcément la politique du Fed, on s'est demandé si M. Friedman n'avait pas raison lorsqu'il pensait qu'à côté des améliorations techniques, deux solutions institutionnelles s'offraient pour améliorer la situation : soit que le Congrès ait un contrôle direct sur le Fed, soit en faire une dépendance du Département du Trésor.

Rattacher le Fed au Trésor ne serait pas tâche facile, puisque cela nécessiterait un amendement constitutionnel. L'article 1 de la section 8 de la Constitution donne au Congrès le pouvoir "d'émettre de la monnaie et d'en régler la valeur", un pouvoir que le Congrès a délégué au Fed en 1913 lors de la création de la Banque Centrale.

Jusqu'au milieu des années 30, le secrétaire du Trésor et le "Comptroller of the Currency" étaient des membres ex-officio du "Fed Board". En 1935, ils en furent retirés et personne ne sait exactement pourquoi. Dans leur "A monetary history of the United States", M. Friedman et A. Schwartz citent Mariner Eccles disant que le Sénateur Carter Glass avait insisté pour que le secrétaire du Trésor soit exclu du "Board". Le Sénateur Glass avait lui-même été secrétaire du Trésor et à travers son expérience à la table du "Fed Board", il craignait que le Trésor exerce une trop grande influence sur les décisions du Fed.

Il n'y avait donc aucune raison apparente pour exclure le "Contrôleur". Cependant H. Eccles, qui avait été longtemps président du Fed, raconte que le secrétaire du Trésor de l'époque, Henry Morgenthau, avait été vexé qu'on le retire du "Board" alors que l'un de ses subordonnés pouvait y rester. Cela serait donc pour l'apaiser que le Congrès décida de retirer aussi le "Contrôleur".

Afin de clore ce débat concernant l'indépendance, Henry Reuss, le président du "Joint Economic Committee" du Congrès, déclara le 18 mars 1982 que contrairement à la croyance généralement admise que le Fed est politiquement indépendant, le Congrès peut donner des instructions au "Fed Board" et que celui-ci est légalement obligé de les suivre. Selon lui, l'idée que le Fed est indépendant est basée sur une confusion constitutionnelle concernant les pouvoirs du président. Donc si le Fed est indépendant du président, il doit néanmoins suivre les directives du Congrès, même si celles-ci ne sont pas approuvées par le président.

Le Fed a reconnu cette interprétation de la Constitution, puisque le même jour il publiait le Communiqué suivant :

"Le Fed a toujours suivi fidèlement les directives du Congrès, bien que dans le passé il n'y ait jamais eu de conflits directs entre les vues du Board et celles du Congrès sur la conduite de la politique monétaire. L'indépendance du Fed n'est relative qu'au pouvoir exécutif du Gouvernement. Le Fed a été créé par le Congrès et les présidents du Fed l'ont toujours reconnu".

[\*33]

Les milieux financiers se sont exprimés dans le Wall Street Journal du 16 mars 1982 et leurs conclusions reflètent bien leur irritation, puisqu'ils disent "... donner au Trésor la charge de la politique monétaire ne garantirait pas un succès. Mais pour le moins, on saurait enfin qui blâmer". [\*34]

#### 4.3. Monétisation de la dette publique

Les milieux financiers ont certainement oublié qu'une dépendance accrue du Fed signifie une monétisation possible de la dette publique, donc une source de pressions inflationnistes. A mon avis, le seul avantage d'édicter des règles en matière de politique monétaire (donc de ne pas suivre une politique discrétionnaire) consiste à isoler l'institut d'émission des pressions politiques. En d'autres termes, les normes de croissance des différents agrégats monétaires déclarées par la Banque Centrale constituent une contrainte pour la politique budgétaire de l'exécutif. En procédant de la sorte, le laxisme monétaire des années 60 ne pourrait plus se manifester si facilement, puisque la croissance monétaire devrait s'aligner sur la croissance de l'économie et non celle du déficit budgétaire. Malheureusement, les économistes monétaristes ont oublié que la qualité essentielle de certaines règles réside précisément dans leur capacité de s'adapter aux situations extraordinaires, donc de prévoir l'exception :

Au bilan du Fed, la monétisation de la dette fédérale se concrétise dans le poste "Titres du Gouvernement US". A la fin 1970, ce poste ne représentait que 62 milliards de dollars pour atteindre 121,3 milliards de dollars 10 ans plus tard. Ainsi la dette publique des Etats-Unis ayant donné lieu à la création monétaire a presque doublé dans l'espace d'une décennie. En ajoutant les titres des diverses collectivités publiques détenus par le Fed, on arrive aujourd'hui à un chiffre avoisinant les trois quarts du total de l'actif du bilan.

En 1981 et 1982, les objectifs de croissance des agrégats monétaires ont été les suivants :

	1981		1982
	prévu	réalisé	prévu
M1	3,5 - 6	2,2	2,2 - 5,5
M2	6 - 9	9,5	6 - 9
M3	6,5 - 9,5	11,2	6,5 - 9,5

On voit aisément que ces chiffres de croissance ne laissent pas de grandes chances pour une monétisation importante du déficit budgétaire. Jusqu'au mois d'août 1982, la croissance monétaire est restée à l'intérieur de sa cible, mais les préoccupations électorales ont finalement eu raison de l'entêtement de R. Reagan. [\*35] Une politique légèrement plus pragmatique a ainsi été choisie.

Il est une manière plus convaincante de démontrer pourquoi le Fed et l'administration sont divisés en ce qui concerne les chiffres de croissance des agrégats monétaires. En faisant l'hypothèse réaliste que les deux parties acceptent la thèse monétariste, elles attendent, Friedman dixit, que la croissance monétaire soit suivie après un laps de temps variant de 6 à 18 mois par une croissance réelle à peu près similaire de l'économie. Etant donné les chiffres de croissance monétaire si faibles et les anticipations inflationnistes au moment de l'annonce des cibles, il est fort peu probable que le Fed envisage une croissance réelle de 5% pour 1983 et 1984, comme le Département du Trésor l'a fait. D'après le Wall Street Journal du 25 février 1982, un rythme de croissance réelle du PNB de seulement 3% augmenterait de 30 à 40 milliards de dollars par année les prévisions déjà catastrophiques du déficit budgétaire.

Nous pouvons donc envisager que le conflit interne à l'administration ne résulte pas d'une divergence de vues concernant les mécanismes économiques, mais plutôt d'attitudes différentes quant à l'optimisme des prévisions de croissance. En considérant uniquement le cas américain (ce que prétendent faire D. Regan, B. Sprinkel et P. Volcker), on peut, sans retenues aucunes, affirmer que les objectifs de croissance monétaire sont par trop supérieurs au besoin créé par la croissance économique réelle; P. Volcker devrait donc mener une politique encore plus restrictive ! Mais, est-ce que la demande de dollars dépend uniquement de la croissance réelle de l'économie américaine ? Une question à laquelle nous pouvons sans autre, et ceci en se basant sur la première partie de cette étude, répondre par la négative. Mais il est encore trop tôt pour introduire la dimension internationale dans notre analyse du système américain.

En ce qui concerne les taux d'intérêt, le Fed a mené une politique logique si l'on raisonne dans un cadre monétariste. En effet, en partant de l'hypothèse que les taux d'intérêt nominaux

sont égaux aux taux d'intérêt réels plus les anticipations inflationnistes, le Fed a donné toutes les garanties qu'il ne favoriserait pas une monétisation du déficit budgétaire. M. Friedman tente d'expliquer le niveau élevé des taux en ajoutant encore sa prime de risque due à l'instabilité de la croissance monétaire, toutefois son argumentation n'est pas assez convaincante et une "explication satisfaisante" du niveau élevé des taux d'intérêt reste encore à trouver. Mais avant de passer à une autre phase du mécanisme économique qui pourrait se révéler plus explicative, il convient d'examiner l'explication du Fed lui-même.

#### 4.4 La défense du Fed

Le Fed s'est bien entendu défendu lui-même à de nombreuses reprises. Toutefois, il me semble que le plaidoyer le plus original ait été celui de Henry Wallich, un membre du "Board", brillant économiste connu internationalement pour sa rigueur, mais aussi pour un léger penchant en faveur des thèses monétaristes. Cette dernière caractéristique constitue en fait un avantage, puisque la Fed se voit agressé principalement par les disciples de l'Ecole de Chicago.

Salon H. Wallich, il serait possible d'envisager des méthodes de contrôle monétaire plus précises que celles actuellement en vigueur. [\*37] Toutefois, il convient premièrement de ne pas négliger le caractère exponentiel des coûts de contrôle avant d'en surestimer les avantages. Mis à part les études menées au sein du Fed qui ont démontré une relation de plus en plus lâche entre la demande monétaire au sens strict et la croissance réelle, H. Wallich nous rappelle l'existence de variations saisonnières dans la fonction de demande de monnaie. Ainsi, un contrôle monétaire plus précis serait possible, mais il impliquerait des variations encore plus marquées des taux d'intérêt, avec les répercussions négatives que nous connaissons sur les marchés financiers et même sur le secteur réel.

Un niveau élevé des taux d'intérêt n'affecte pas l'économie d'une manière uniforme; H. Wallich identifie une structure économique à deux palliers, différenciables selon leur degré de sensibilité aux taux d'intérêt nominaux. La partie I de la structure est celle qui ne peut pas (ou peu) se soustraire fiscalement au poids des taux d'intérêt. En font partie (1) les individus peu fortunés qui adoptent le système de déduction standard et non celui objet par objet, (2) les petites entreprises qui réalisent un bénéfice de 20 à 50'000 dollars et qui, assujetties au taux d'imposition de 20%, ne peuvent qu'effectuer les déductions minimales, (3) les entreprises qui ne réalisent pas de bénéfice et (4) les unités gouvernementales, spécialement les PVD, qui évidemment ne connaissent pas la déduction fiscale.

La partie II se trouve dans une situation différente puisqu'elle peut déduire plus activement ses coûts financiers globaux. On peut ainsi considérer que les taux d'intérêt réels, après impôt, ne sont pas les mêmes pour les deux parties de la structure économique identifiées par H. Wallich.

Ainsi, une politique monétaire visant à restreindre les emprunts de la partie II sera trop restrictive pour la partie I que l'on peut déjà supposer être dans une situation moins brillante. Si l'on prend en considération la partie I pour mener une politique monétaire, les conditions seraient alors trop aisées pour la partie II et des taux d'intérêt réels négatifs après impôt risquent de susciter une mauvaise allocation des ressources, néfaste à l'ensemble de l'économie.

L'explication de H. Wallich quant à la difficulté de conduire une politique monétaire impartiale est quelque peu boiteuse, bien que je sois pleinement d'accord avec ses conclusions.

H. Wallich propose une autre manière de structurer l'économie, beaucoup plus intéressante puisqu'elle concerne les différents processus de formation des anticipations en réponse à une politique monétaire déterminée. Il y a peu de doutes que la plupart des agents économiques forment leurs anticipations sur la base des taux d'intérêt et non des chiffres de la croissance des différents agrégats monétaires.

Lors du premier trimestre 1980, les taux d'intérêt augmentèrent rapidement, parallèlement à la forte croissance économique responsable d'une demande de monnaie accrue. Les agrégats monétaires dépassèrent leurs cibles. Au cours de cette période, l'interprétation publique prédominante était que le Fed resserrait la contrainte monétaire plutôt qu'il la desserrait. Toutefois sur la base des chiffres de croissance des agrégats monétaires, l'interprétation aurait au contraire constaté une relaxation de la bride monétaire. Durant le deuxième trimestre, les taux d'intérêt et la croissance monétaire ont suivi la tendance à la baisse de l'activité économique. Cette fois, le "public" interprétait cette évolution comme un relâchement du contrôle des autorités monétaires.

Que la majeure partie des agents économiques penche pour une évaluation de la politique du Fed sur la base des taux d'intérêt, ne signifie pas que personne n'observe les chiffres de croissance des agrégats monétaires. En fait, ceux qui concentrent leur attention sur ces données sont les agents qui, par leurs moyens financiers, influencent ou plutôt "font" le marché, puisqu'il s'agit de Wall Street.

M. Wallich pense qu'il est difficile d'imaginer que c'est la masse monétaire et non les taux d'intérêt qui gouverne l'activité économique. Une telle affirmation devrait postuler que la croissance monétaire affecte l'économie avec un décalage tempo-

rel nul ! En fait, la relation instantanée (que l'on peut observer aux Etats-Unis) entre la monnaie et l'économie s'explique plus facilement par l'hypothèse d'une relation causale allant de l'économie à la monnaie, plutôt que l'inverse.

H. Wallich conclut son article en disant qu'il "est possible de résorber l'inflation à travers la politique monétaire, mais cela ne se déroulera pas sans mal. Cela implique ce que la théorie traditionnelle a toujours démontré : un chemin pénible le long duquel on doit assister à un ralentissement économique tel que l'on puisse exercer une pression à la baisse sur les prix et les salaires. Il n'y a pas de miracle possible à attendre d'un contrôle mensuel ou hebdomadaire de l'évolution de la masse monétaire, même en supposant qu'il serait possible de le faire".  
[\*38]

Je souscris totalement à l'interprétation de H. Wallich qui doit toutefois être redéfinie en fonction de l'évolution du comportement des agents, qui se sont d'avantage concentrés sur les indicateurs monétaires. La fin de l'année 1981 et le premier semestre 1982 ont en effet connu une période de folie monétariste, au sens décrit par le Wall Street Journal et Jaques Delors (l'Isam et Jupiter). Le marché interprétait un résultat monétaire de faible croissance de M1 comme une tendance au resserrement, donc une hausse des taux d'intérêt. Si au contraire les résultats révélaient une progression de M1 trop importante, l'interprétation voyait de la même manière une tendance à la hausse des taux d'intérêt, soit en raison du regain des anticipations inflationnistes, soit en prévoyant par avance le rattrapage de ce débordement par un contrôle encore plus stricte. Cette situation avait incité le président de Citicorp à dire que quoiqu'il arrive sans savoir ni pourquoi ni comment les taux allaient augmenter.

Ce mécanisme perturbateur de la formation des anticipations dépend donc de la publication hebdomadaire des chiffres de la croissance monétaire. Une solution consisterait alors à ne plus publier ces chiffres, comme J. Delors l'avait d'ailleurs demandé. Une telle initiative n'est malheureusement pas possible en raison du "Freedom of Information Act", qui a été invoqué à maintes reprises par les milieux financiers afin d'obtenir plus d'informations encore.

Cette "fièvre du vendredi après-midi" complique évidemment la tâche des autorités monétaires. Il convient à ce propos de rappeler que lors de sa conférence d'adieu à la Bundesbank, Otto Emminger avait vivement remercié les médias allemands pour leur discrétion en la matière. Ce rôle des anticipations nous amène à la dernière et plus sérieuse critique de la politique monétaire.

## 5. Le rôle des anticipations selon N. Wallace et T. Sargent

Une économie dans laquelle le gouvernement poursuit une politique budgétaire en contradiction avec sa stratégie monétaire risque de voir se retourner contre elle les principes fondamentaux du monétarisme. Dans une telle économie, l'inflation s'accélère lorsque la banque centrale réduit le rythme de la croissance monétaire.

Cette théorie remarquable n'est pas l'oeuvre de keynésiens impénitents, avides de détruire la doctrine monétariste, mais au contraire de deux économistes qui ont fait autant que M. Friedman lui-même pour élever le monétarisme au stade d'une doctrine économique et politique dominante. Les professeurs Thomas Sargent et Neil Wallace (University of Minnesota) ont été les pionniers de la théorie des anticipations rationnelles, l'élément explicatif manquant à l'observation "statistique" de M. Friedman selon laquelle la croissance monétaire allait de pair avec l'inflation. [\*39] Une politique monétaire stable influencerait donc positivement le comportement des agents, et partant réduirait les pressions inflationnistes.

Dans le dernier numéro 1981 de "Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review", N. Wallace et T. Sargent ont fait la retractation, voire l'abjuration suivante :

"Friedman soutenait qu'une politique monétaire ne pouvait influencer d'une manière permanente les niveaux de production réelle, de sous-emploi ou de la rentabilité des valeurs boursières. Toutefois, Friedman affirmait qu'une autorité monétaire était en mesure d'exercer un contrôle substantiel sur l'inflation, spécialement à long terme. Le but de cette étude consiste à démontrer que si la politique monétaire est réalisée à travers des opérations d'"open-market", alors la liste de Friedman des choses que la politique monétaire ne peut réellement contrôler devrait s'allonger pour faire une place à l'inflation. A l'aide d'un modèle caractérisant cette situation, basé sur des hypothèses monétaristes, une politique monétaire plus stricte n'entraîne pas une augmentation dans le long terme, mais à commencer d'aujourd'hui; cette politique ne parvient même pas à neutraliser l'inflation temporairement".

Leur raisonnement, bien qu'exprimé en termes algébriques, est en fait très simple. Si les taux d'intérêt servis sur les titres du Gouvernement sont supérieurs à l'inflation (donc réels), plus un gouvernement décide d'emprunter au lieu "d'imprimer de la monnaie", plus le service de la dette aggrave le déficit budgétaire. Si le Gouvernement poursuit sa stratégie de croissance monétaire restrictive tandis que le déficit s'accroît, un point va finalement être atteint à partir duquel les investisseurs ne voudront plus acquérir des titres de ce Gouvernement. Une fois ce point franchi, les autorités se verront dans l'obligation

"d'imprimer de la monnaie".

Dans la mesure où ce processus de crise est prévu, le financement du déficit par l'emprunt aggrave l'inflation non seulement dans le futur, mais aussi dans le présent puisque les gens agissent en fonction de leurs anticipations du futur.

Il est possible de sophistiquer cette analyse à l'aide d'une formulation mathématique, mais il faut en retenir que le contrôle monétaire ne constitue pas une panacée en matière de politique économique, ne serait-ce que pour contrôler l'inflation, lorsque les taux d'intérêt sont réels. "Tôt ou tard, concluent Wallace et Sargent, même le plus monétariste des gouvernements se verra forcé de prendre des mesures non monétaires, telles que l'augmentation des impôts, s'il désire contrôler l'inflation".

Cette démonstration n'implique pas forcément un budget parfaitement équilibré, mais un déficit suffisamment petit pour qu'il empêche la dette publique de croître à un rythme plus élevé que le PNB nominal. Je ne vais pas m'attacher plus longuement sur l'approche de N. Wallace et T. Sargent, mais il était intéressant de démontrer que la logique économique monétariste pouvait aussi se retourner contre la théologie politique monétariste. Ceci nous amène aux conclusions relatives à la politique monétaire américaine intérieure.

#### 6. Conclusions concernant la politique monétaire américaine

N'étant évidemment pas un monétariste convaincu, je pourrais être tenté d'imputer tous les maux dont souffre l'économie américaine (présentés au chapitre 7 sous le point 1), notamment le taux de croissance record du nombre des faillites, à la seule politique monétaire. Honnêtement, il convient toutefois de ne pas tomber dans la délation puisque les performances de l'économie américaine résultent essentiellement de la confrontation de deux politiques, monétaire et budgétaire, incompatibles.

Cela ne réduit néanmoins pas la responsabilité de la politique monétaire dans le processus de réduction du potentiel d'offre qui a par conséquent créé un effet compensateur à la diminution de la demande, débouchant sur un maintien des pressions inflationnistes, comme on aurait théoriquement d'ailleurs pu le prévoir.

Etant donné la diversité des aspects qu'elle recoupe, il est difficile d'émettre une conclusion unique en matière de politique monétaire. C'est la raison pour laquelle mes remarques finales seront séparées selon leur nature, soit technique, théorique et politique.

### 6.1. Conclusions d'ordre technique

Il existe un compromis entre la croissance monétaire et l'évolution des taux d'intérêt auquel l'on ne peut échapper; et aucune amélioration technique n'y parviendra. Par ailleurs, le rôle des innovations financières relativise grandement la notion de monnaie ainsi que l'importance que l'on attache abusivement à M1A, M1B et même dans une certaine mesure à M2.

### 6.2. Conclusions d'ordre théorique

La théorie monétariste ne saurait être rejetée en bloc. Toutefois, on peut légitimement affirmer que l'hypothèse de stabilité supposée de la fonction de demande de monnaie est largement contredite par l'expérience actuelle. C'est la raison pour laquelle le raisonnement qui exige une stabilité de la fonction d'offre de monnaie centrale ne supporte pas l'évidence des faits.

La théorie monétariste prévoit une période "d'ajustement structurel", mais n'en indique ni la durée ni l'ampleur, mesurée en terme de coût. Les politiciens et économistes britanniques ont "déjà" abandonné la doctrine et il semble que les Américains en soient sur le chemin. Une chose est certaine cependant, les monétaristes purs diront que l'on n'a pas poursuivi assez longtemps leurs prescriptions pour qu'elles déploient efficacement leurs effets.

Le mérite de l'expérience monétariste, bien que globalement néfaste pour l'ensemble de l'économie occidentale, a consisté à populariser une doctrine économique qui, jusqu'alors, ne se discutait qu'à l'intérieur de cercles très fermés, mais très puissants. Le peuple américain tout entier a cru aux vertus du monétarisme (en tant que doctrine économique, je précise) et les termes M1B, cible monétaire, etc, sont tombés pour un moment dans le langage courant. Le résultat n'a épargné personne, et même si le monétarisme ne peut être rendu responsable de tous les maux, je doute fort qu'un quelconque politicien soit assez inconscient pour en faire une plate-forme électorale dans un avenir immédiat.

Reagan et ses conseillers croyaient être en mesure de bénéficier des anticipations rationnelles. Malheureusement, ils n'avaient pas prévu qu'elles pouvaient aussi être négatives...

### 6.3. Conclusions d'ordre politique

En matière de politique intérieure, la stratégie monétaire du Fed est importante, dans le sens qu'elle :

- a) a des répercussions économiques hétérogènes;
- b) frustre la classe politique de son pouvoir.

a) Personne ne contredit les monétaristes lorsqu'ils affirment que les structures de l'économie américaine devraient être régénérées. Cependant, il est illusoire de considérer qu'une politique globale, telle la politique monétaire, est en mesure de résoudre les problèmes d'une structure économique-géographique hétérogène.

Le président Reagan a encouragé cette stratégie parce qu'elle a l'apparence d'une politique neutre, non-interventionniste. Mais elle n'en a que l'apparence puisque toutes les parties de la structure économique ne sont pas affectées de la même manière et selon la même intensité. Une politique active doit dès lors être entreprise afin d'aider "la main invisible" à rétablir une situation telle que R. Reagan la désire : une économie de marchés parfaits.

Ainsi, cette politique de concurrence parfaite suscite toute une série de mesures de réajustements sectoriels qui la rendent encore plus interventionniste, et dans tous les cas moins cohérente, qu'un interventionnisme déclaré et négocié.

b) Je ne pense pas que le sénateur Jack Garn aurait une chance d'être réélu s'il répétait trop longtemps à ses électeurs : "Chaque soir, avant de prier pour ma femme et mes enfants, je prie pour un niveau moins élevé des taux d'intérêt". Cette réflexion montre bien à quel point la classe politique se sent frustrée de tout pouvoir d'action sur l'économie.

Comme on l'a vu précédemment, l'observation de règles de croissance monétaire (objectifs précis pour les différents agrégats) limite le champ d'action des politiciens qui ainsi ne peuvent plus exprimer librement leur programme politique à travers un budget sans contraintes. Le Fed doit donc être considéré comme une contrainte importante dans la logique budgétaire, si cette logique veut un budget équilibré.

Toutefois, en se replaçant dans le contexte de la Pax Americana, on peut légitimement se demander dans quelle mesure elle est viable si les Etats-Unis organisent leur économie de telle manière à avoir un budget équilibré, un équilibre de la balance courante et pas d'inflation. Dans un tel cadre, on ne peut pas même discerner l'ombre d'un avantage résultant de l'hégémonie américaine, mais on est aveuglé par ses coûts...

C'est la raison pour laquelle la classe politique va certainement bientôt se rendre compte de son "erreur" et conséquemment appuyer sur l'accélérateur monétaire.

Jusqu'ici, dans ce travail, on a beaucoup parlé des milieux universitaire, politique et même militaire, ceci sans faire allusion aux motivations du milieu industriel. [\*40] On peut se demander pour quelles raisons Wall Street a-t-il accepté et même cautionné une telle politique monétaire ? La pression syndi-

cale, renforcée par la grève de 1970 à GM, liait les bras des industriels qui n'avaient vu alors dans la dévaluation compétitive leur seule planche de salut. Malheureusement, l'indexation des salaires a rendu totalement inopérationnelle et coûteuse cette politique poursuivie de 1971 à 1979. Sans prétendre, ni même d'ailleurs vouloir, faire une analyse marxiste de la situation, je pense qu'il est possible d'imaginer que la dépression économique ait été consciemment acceptée par les milieux industriels, afin de "casser" le pouvoir syndical. Pour eux, plus rapidement les opérations se déroulaient, moins les coûts en seraient élevés. C'est pourquoi ils auraient laissé la situation se dégrader au début de l'année, pour ne réagir qu'après les deux victoires éclatantes sur "United Autoworkers Union" (UAW) chez Ford et chez GM. [\*41] La disparition des rigidités salariales constitue une condition nécessaire aux ambitions de reprise des "entrepreneurs". Si ce scénario devait être proche de la réalité, on ne pourrait toutefois pas attendre des entrepreneurs qu'ils soient en mesure de relancer rapidement une machine économique comme celle des Etats-Unis, d'autant plus qu'elle est aussi vulnérable aux chocs extérieurs, tels que la situation financière internationale, et qu'elle n'est pas à l'abri des "bombes intérieures" qui s'annonçaient depuis longtemps, comme Drysdale et Penn Square. [\*42]

Ce sont en fait ces événements qui ont, à mon avis, diamétralement modifié la stratégie du Fed qui, après la mi-août, a fourni au marché la liquidité nécessaire à engager un léger processus de "désarmement" en matière de taux d'intérêt.

## LA POLITIQUE BUDGETAIRE

Comme on l'a vu dans le chapitre 5, on ne saurait ignorer l'importance de la politique budgétaire, même en matière d'économie politique internationale. Depuis une vingtaine d'années, les dépenses publiques ont occupé une part croissante de l'activité économique globale des pays membres de l'OCDE. En Europe, cette tendance a pris une tournure plus marquée qu'ailleurs, puisque par exemple les dépenses publiques représentent 65% du PNB en Suède, 60% aux Pays-Bas et environ 46% pour la France et l'Allemagne, tandis que le Japon et les Etats-Unis restent dans des chiffres ne dépassant pas les 30%. [\*1]

Cette progression des dépenses a logiquement suscité un besoin de financement accru, que l'on a généralement recherché dans une augmentation des impôts. Le tableau de la page suivante montre bien l'évolution rapide des recettes fiscales par rapport au PIB.

Cet accroissement du revenu fiscal a une incidence directe particulière sur le potentiel d'offre de l'économie. En effet, comme on peut le voir sur le graphe (produit de l'impôt de 18 pays) de la page suivante, c'est principalement l'imposition du revenu, du travail (sécurité sociale) et des bénéfices qui ont servi à financer les dépenses publiques, tandis que la part relative des impôts à la consommation dans le revenu fiscal total a diminué d'environ 11% de 1955 à 1977.

Le mécanisme de la progression à froid a oeuvré dans un système fiscal qui, sous les contraintes politiques, est devenu de plus en plus progressif. La part des rentrées fiscales issues de l'imposition sur le revenu a augmenté d'environ 9% du total durant la période considérée. Ces modifications de la scène fiscale ont suscité un engouement accru, réel ou démagogique, pour toute politique visant à diminuer la charge fiscale, devenue insoutenable, notamment aux yeux des Partis formant la droite de l'échiquier politique.

### 1. Régénération du potentiel d'offre

Un accroissement de l'imposition du travail provoque inmanquablement une diminution de l'offre de travail. C'est ce que P. de Grauwe a démontré dans une étude stimulante qui se place

**RECETTES FISCALES**  
en % du PIB aux prix du marché

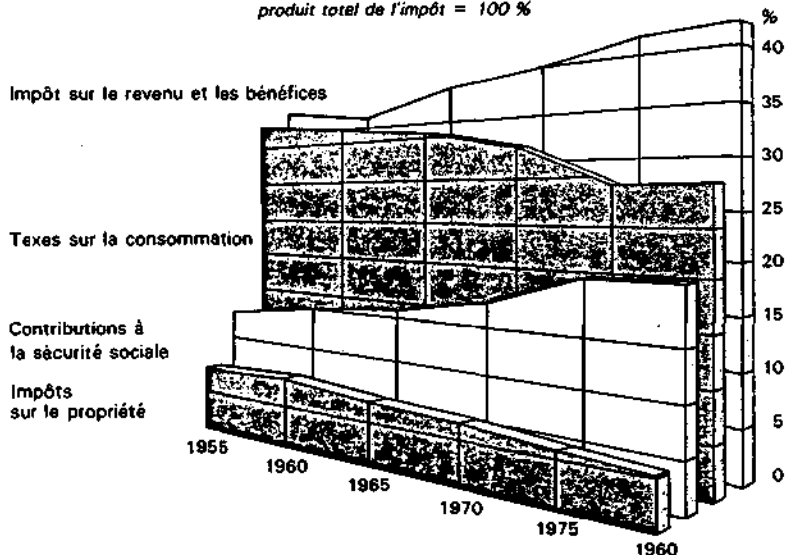
	1955		1965		1975		1979		1980 <sup>2</sup>	
	O <sup>1</sup>	%	O	%	O	%	O	%	O	%
Suède	9	25,5	1	35,6	3	44,2	1	50,3	1	49,9
Norvège	5	28,3	4	33,2	2	44,8	3	48,1	2	47,4
Pays-Bes	8	26,3	2	35,6	1	45,8	2	47,4	3	46,2
Danemark	12	23,4	9	30,1	6	41,1	5	44,1	4	45,1
Belgique	10	24,0	6	31,2	4	41,1	4	44,7	5	42,5
Autriche	3	30,0	3	34,8	6	38,5	8	41,4	6	41,5
Irlande	14	22,5	12	28,0	11	32,5	10	33,8	7	37,5
Allemagne	1	30,8	6	31,6	9	35,7	7	37,3	8	37,2
Royaume-Uni	4	29,8	7	30,8	8	36,1	9	34,0	9	35,9
Finlande	7	26,8	8	30,1	7	36,2	8	35,0	10	34,5
Canada	15	21,7	13	25,9	10	32,9	14	31,0	11	32,8
Nouvelle-Zélande	6	26,8	14	24,3	13	30,0	12	31,2	12	31,7
États-Unis	11	23,6	11	28,5	12	30,2	11	31,2	13	30,7
Suisse	16	14,2	16	20,7	14	29,6	13	31,1	14	30,7
Italie	2	30,5	10	27,3	16	29,0	15	30,1	15	30,1
Australie	13	22,6	15	23,8	15	29,1	18	29,8	16	29,8
Portugal	18	15,4	17	18,6	17	24,8	17	25,8	17	29,8
Japon	17	17,1	18	18,1	18	21,1	18	24,8	18	25,9
<b>MOYENNE</b>		<b>24,7</b>		<b>28,0</b>		<b>34,6</b>		<b>36,1</b>		<b>36,3</b>

1. Ordre.

2. Les chiffres pour 1960 sont des estimations provisoires. Les chiffres de 1979 ont été utilisés pour le classement de l'Italie et de l'Australie.

**A. PRODUIT DE L'IMPÔT DE 18 PAYS**  
1965-1980

produit total de l'impôt = 100 %



dans un cadre d'analyse macroéconomique traditionnelle. [\*2] Ainsi selon lui, les effets probables d'une augmentation des impôts sur le revenu sont une réduction de l'investissement, une augmentation de la consommation et par voie de conséquence une progression de l'inflation.

C'est à partir d'une "intuition" similaire que les économistes de l'offre (supply-siders) américains ont proposé un programme de réductions fiscales. A l'origine, A. Laffer prévoyait qu'un allègement fiscal ne réduirait pas les ressources de l'Etat puisque (1) la croissance serait favorisée par des investissements qui accroîtraient l'assiette fiscale et (2) la fraude fiscale diminuerait puisque celle-ci est une fonction croissante du taux marginal d'imposition. [\*3]

L'économie de l'offre "à l'américaine" doit en premier lieu être critiquée par rapport à l'optimisme exagéré de ses hypothèses. Le retour aux valeurs puritaines, la reprise simultanée de l'ardeur au travail, de l'épargne et de l'investissement ne pouvaient évidemment pas résulter d'une simple vague d'enthousiasme accompagnant l'annonce du Plan Reagan. Les modèles économétriques sur lesquels étaient fondés les prévisions excessivement optimistes de reprise et de stabilisation qui ont servi de base au programme du président, ne parlent guère en faveur du sérieux scientifique de leurs auteurs, même s'il faut tenir compte de l'effet d'annonce indispensable à la réussite d'un quelconque programme. En d'autre terme, la politique d'euphorie de R. Reagan avait pour but de modifier à son avantage les anticipations rationnelles dont nous avons parlé précédemment, donc de raccourcir la période d'ajustement structurel provoqué par la politique monétaire restrictive.

C'est ainsi que D. Regan, le secrétaire du Trésor, affirme que l'augmentation de l'épargne des ménages et des entreprises "sera suffisamment élevée pour financer les déficits publics et promouvoir l'investissement". [\*4] Il prévoit une augmentation de l'épargne de \$ 250 mrd de 1981 à 1984, ce qui représente une augmentation annuelle de 17% au cours des trois prochaines années (rappelons-nous que lors des années de fortes croissances que connurent les années 60, l'épargne ne croissait qu'à un rythme de 13% l'an).

Même en utilisant les prévisions optimistes des "économistes" du président en matière d'épargne personnelle, seulement \$ 90 mrd des 250 nécessaires d'ici 1984 pourraient être générés. La partie manquante devrait alors venir de trois sources : le gouvernement, les entreprises et les marchés étrangers de capitaux. Les entreprises n'affichent malheureusement pas une santé adéquate à fournir de l'épargne supplémentaire et le recours aux marchés internationaux de capitaux fera l'objet d'une partie spéciale (point 2 du chapitre 8), reste alors l'épargne publique.

## 2. La "bombe" budgétaire

Un moyen de résoudre le problème de l'épargne consiste simplement à réduire les dépenses gouvernementales, donc à créer de l'épargne publique. Toutefois, bien que le président ait, lors de sa campagne électorale, promis un budget équilibré, ses ambitions militaires et son projet de coupe fiscale ont au contraire réuni les conditions propres à provoquer le déficit budgétaire le plus élevé de l'histoire américaine.

Il faut cependant convenir qu'un déficit n'apparaît pas pour la première fois aux Etats-Unis, puisqu'il y en a eu 10 au cours des dix dernières années, 19 dans les vingt dernières et 32 depuis la fin de la deuxième guerre mondiale. Mais ce qui apparaît pour la première fois dans l'histoire américaine, c'est la nature cumulative de ce déficit qui va rester astronomique, même avec les augmentations d'impôt et les coupes dans les dépenses publiques obtenues en été 1982 par le Congrès (contre le président), après une impasse budgétaire qui a duré plus de six mois. De 1982 à 1985, la dette nationale américaine va augmenter d'environ \$ 500 mrd, soit 50% de la dette cumulée en plus de deux siècles; ou en d'autres termes, l'équivalent des 30 dernières années. [\*5] Les remarques de N. Wallace et T. Sargent que l'on a évoquées précédemment sont clairement mises en lumière et renforcées par ces chiffres.

Ainsi que nous l'avons vu dans le chapitre 6, les Européens se sont assez rapidement joints à P. Volcker lorsqu'il s'est agit de critiquer l'ampleur du déficit budgétaire. Il faut dire que le mérite des officiels européens échoit principalement au fait qu'ils ont été de proches spectateurs de "l'expérience M. Thatcher" qui avait connu les mêmes erreurs que R. Reagan : diminuer les impôts avant de résorber les dépenses.

Les Américains ont répondu que le déficit de leur budget représente une proportion moindre dans leur PNB que pour les pays européens. Par conséquent, ils conseillent à leurs Alliés de diminuer eux-mêmes leurs déficits avant de critiquer une politique plus responsable que les leurs. [\*6] Dans le même sens, le FMI s'est exprimé par la voix de M. de Larosière qui a multiplié ses discours, faisant ainsi une véritable croisade pour "un fiscalisme responsable", et propageant la vision américaine. [\*7]

En suivant la logique économique américaine et celle du FMI, les Européens auraient dû adopter une politique de l'offre avant les Etats-Unis, puisque leurs taux d'imposition et leurs parts relatives de dépenses publiques dans le PIB sont plus élevées. S'il en est véritablement ainsi, les remarques européennes n'en sont que plus justifiées, puisqu'à travers son effet sur les taux d'intérêt, la Reaganomie accroît encore les charges que les gouvernements européens ont à financer.

Certaines personnes avisées, telles David Stockman dans sa cé-



lèbre interview de la fin de l'année 1981 parue dans l'Atlantic Monthly Magazine, ont déclaré que l'économie de l'offre ne serait qu'un prétexte solennellement fonctionnel, un "Cheval de Troie" inventé par des économistes complaisants, pour justifier une réduction des impôts frappant les plus fortunés. Allant plus loin dans cette vision cynique de la Reaganomie, d'autres ont vu dans "l'extraordinaire ampleur du déficit d'un gouvernement républicain dépassant du double celui de son prédécesseur démocrate... un moyen de forcer la diminution de l'emprise de l'Etat". [8] Léonard Silk suggère donc que cette politique est l'oeuvre délibérée des monétaristes et des "supply-siders" qui habitent la Maison Blanche. Il ajoute : "Le projet idéologique de Reagan est-il finalement en place ? Est-ce que les déficits énormes créés par sa politique deviennent l'élément stratégique-clé de sa révolution ?" On se rappelle la réaction plus violente encore de R. Berner, qui allait dans le même sens en argumentant à partir de la politique monétaire. [9] Je n'insisterai pas plus longtemps sur ce point, mais il convient de ne pas oublier cette toile de fond idéologique derrière le débat économique.

La question économique qui se pose consiste donc à savoir dans quelle mesure ces déficits provoquent-ils une hausse des taux d'intérêt et quels seraient les remèdes à prendre pour retourner dans une situation "normale". Ce problème est délicat, car il ne faut pas oublier que la politique budgétaire reflète les décisions d'un Etat souverain et que ses Alliés ne peuvent légitimement s'en plaindre que si des émanations négatives contaminent leurs économies. Ce n'est par conséquent qu'au terme d'une étude approfondie (partie I et II) que l'on peut critiquer telle ou telle politique nationale. Toutefois, les économistes ignorent malheureusement souvent la nuance tant au niveau de la critique qu'au niveau des remèdes à apporter. Dans le cas qui nous préoccupe, la nuance dépend essentiellement des modes de fonctionnement institutionnels différents qu'il conviendra d'apprécier pour les 5 pays de l'OCDE pris en considération. Mais avant de passer à ce point, introduisons plus précisément la notion de Besoins d'Emprunt du Secteur Public (BESP).

### 3. Les Besoins d'Emprunt du Secteur Public

Le niveau des dépenses publiques n'ayant pu être financé totalement par l'augmentation des impôts, le volume des emprunts publics s'est dramatiquement accru au cours des années 70, notamment après le premier choc pétrolier. [10] Les déficits publics ont ainsi connu un sommet en 1975 avant de diminuer puis de reprendre leur tendance à la hausse dès 1980. Le tableau de la page précédente montre l'évolution du solde budgétaire par rapport au PNB et semble donc confirmer la position américaine, puisqu'avec 2,7% les Etats-Unis sont largement au-dessous de la moyenne des autres pays de l'OCDE. Toutefois, le tableau suivant, avec des chiffres plus récents ne parle plus autant en faveur

des Etats-Unis. En fait, l'indicateur retenu (dépenses publiques sur PNB) n'a pas une grande valeur explicative lorsque l'on désire analyser les causes de la hausse des taux d'intérêt. En comparant le déficit du secteur public à l'épargne brute du secteur non financier, on a déjà une idée plus précise des pressions génératrices de tensions en matière de taux d'intérêt. La partie inférieure de ce tableau nous apprend que seuls les Etats-Unis et la France connaissent des ratios croissants dans une période déjà caractérisée par un niveau élevé des taux d'intérêt.

#### Budget Deficits of Six Leading Industrial Countries

	(Billions)			1982 as % of GDP
	1980	1981	1982	
USA\$	79	100	113	3.9
Japan Y	14,300	12,300	10,500	3.7
Germany DM	51	67	50	2.9
Canada C\$	14	14	12	3.6
France FF	36	70	110	3.5
UK Pounds	12	12	11	4.2

#### Gross Savings of Domestic Non-Financial Sector

	(Billions)		
	1980	1981	1982
USA \$	592	655	725
Japan Y	212,200	239,000	240,000
Germany DM	350	350	350
Canada C\$	62	62	59
France FF	350	360	615
UK Pound	43	42	44

#### Budget Deficit as Percent of Gross Savings

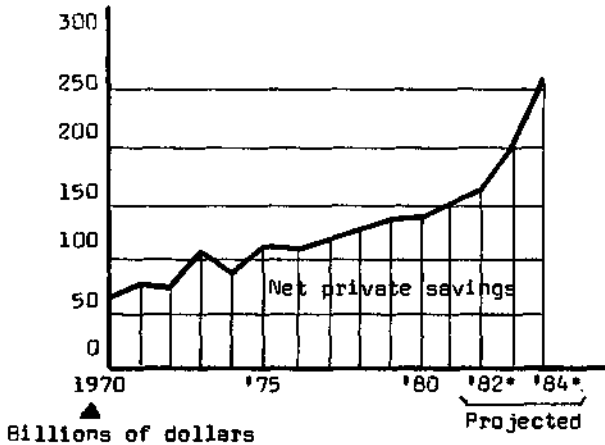
	1980	1981	1982
USA	12	15	16
Japan	7	5	4
Germany	15	19	14
Canada	23	23	20
France	6	12	18
UK	30	29	25

In Table 3, budget deficits are expressed in terms of the gross savings figures in Table 2.

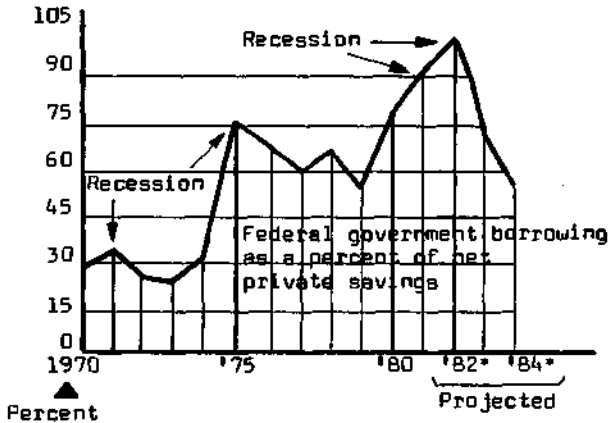
Source : OCDE

Ces derniers chiffres sont plus graves qu'ils ne le paraissent, puisqu'il est fait allusion à l'épargne brute. En considérant l'épargne nette (l'épargne liquide dans la terminologie française) et les BEBP, on obtient des chiffres catastrophiques et ceci même en adoptant les hypothèses de croissance les plus optimistes fournies par l'administration américaine. En effet, d'après International Business Week, 1982 constitue un sommet où les BEBP absorbent entièrement l'épargne liquide, ainsi que l'on peut le voir sur le graphe suivant. L'explosion de l'épargne privée ferait alors tomber ce chiffre à environ 60% après 1984. [\*11]

Despite an expected surge in private savings...



...the government will still take more than half



Net private savings equal personal savings, plus retained earnings of business, minus inventory valuation and capital consumption adjustment

\*Fiscal years

Data : Council of Economic Advisers, Data Resources Inc.

Il est bien entendu que ces chiffres présentés par IBW présentent certainement un biais idéologique qu'il convient d'apprécier. Toutefois, ils montrent bien la nature du problème ainsi que les pressions susceptibles de se développer sur les marchés, entraînant une hausse des taux d'intérêt et un mécanisme d'éviction ("crowding out") inévitable.

Bien que ces chiffres soient plus significatifs, la comparaison internationale n'en est pas facilitée pour autant. En effet, des BESP élevés ne signifient pas automatiquement des taux d'intérêt élevés; c'est la façon dont ils sont financés et les conditions monétaires qui sont déterminantes. Ainsi, un pays peut choisir une politique d'accompagnement monétaire et la tension sur les marchés ne sera pas directement affectée; seules les anticipations inflationnistes pourraient susciter un relèvement de la prime incorporée dans les taux nominaux. Un autre pays peut se tourner vers les marchés internationaux et dans ce cas-là, tant la nature du programme à financer que la dette extérieure existante sont à prendre en considération. Si l'emprunt sert à développer un investissement productif, l'aptitude du pays à rembourser sera jugée favorablement. Mais comme dans la plupart des cas, il s'agit de fonds destinés à des programmes peu productifs, les prêteurs exigent une prime de risque élevée, ce qui aggrave d'autant le problème du remboursement.

La situation se complique encore par les effets sur les taux de change (donc sur l'économie) du financement international, de l'accompagnement monétaire ou de la hausse des taux d'intérêt.

Vu sous l'angle d'une intégration monétaire croissante, les BESP et leurs modes de financement à travers les différents mécanismes institutionnels prennent une véritable dimension internationale qu'il convient de considérer plus précisément. L'OCDE a récemment publié une intéressante étude à ce propos. [\*12] Elle a servi de base aux pages qui vont suivre.

#### 4. Financement du déficit budgétaire et contrôle monétaire

L'évolution de l'état social ainsi que les chocs des années 70 sont les principaux éléments qui expliquent "l'explosion budgétaire" que les économies occidentales connaissent aujourd'hui. Un tel phénomène n'est évidemment pas sans effets sur des politiques monétaires devenues généralement plus strictes après le passage aux taux de change flottants et conséquemment sur l'équilibre macroéconomique global. Toutefois, le financement du déficit budgétaire ne s'opère pas de la même manière dans tous les pays; l'OCDE distingue deux types de systèmes fondamentalement différents :

##### a) Systèmes de contrôle monétaire du type I

Trois aspects distincts importants caractérisent les systèmes de contrôle monétaire du premier type. Tout d'abord, les ban-

ques commerciales, par convention ou en vertu d'une obligation réglementaire, maintiennent un certain rapport minimum entre leurs réserves liquides et les dépôts qu'elles gèrent, et l'encours de ces réserves fixe une limite au niveau des dépôts, lesquels constituent l'essentiel de la masse monétaire. Les réserves n'étant généralement guère rémunérées ou pas du tout, les banques sont incitées à ne pas maintenir le niveau de celles-ci au-delà de ce qu'impose la réglementation ou la prudence. Dans ces conditions, les variations de l'encours de leurs réserves, qui consistent normalement en exigibilités de la banque centrale, se traduisent habituellement par une expansion ou une contraction du crédit bancaire et des dépôts dans les banques, celles-ci devant maintenir la relation traditionnelle entre le montant de leurs réserves et le total de leur bilan.

En second lieu, la mise en oeuvre de la politique de contrôle des agrégats monétaires oblige la banque centrale à agir sur la liquidité bancaire, de sorte que toute modification délibérée de l'offre de liquidités aux banques amène ces dernières à ajuster leurs bilans. Troisièmement, il n'est guère besoin de recourir à des dispositions réglementaires pour limiter le volume total du crédit bancaire et/ou sa distribution par des méthodes, non fondées sur les mécanismes du marché qui tendraient à rompre tout lien de causalité entre la base monétaire et la création de dépôts par la voie du crédit bancaire. Dans les systèmes du type I, les marchés du crédit fonctionnent selon les mécanismes du marché, de sorte que les taux d'intérêt mesurent correctement le coût du crédit. Ces systèmes comportent un moyen d'action supplémentaire qui consiste à faire varier le taux des réserves obligatoires, souvent assises sur l'accroissement des dépôts, cette mesure ayant pour effet de modifier, à la limite, le multiplicateur de crédit.

#### b) Systèmes de contrôle monétaire du type II

La seconde méthode de contrôle monétaire consiste à agir directement, essentiellement par la voie de taux d'intérêt réglementés, sur le comportement du secteur privé non bancaire, de manière à influencer sur la masse monétaire à travers ses contreparties. En l'absence d'un contrôle direct, par exemple sous forme d'encadrement du crédit, les banques ont tendance à satisfaire la demande de crédit émanant des secteurs intérieurs non financiers. En faisant varier les conditions des émissions nouvelles de titres de la dette publique, les autorités monétaires influent sur l'offre de fonds du secteur privé non bancaire au secteur public et, de ce fait, sur les emprunts résiduels des administrations publiques auprès du système bancaire. La variation des taux d'intérêt débiteurs à court terme, qui sont en général étroitement réglementés, permet aux autorités d'agir sur les dépenses privées et sur la demande de prêts bancaires destinés à financer ces dernières.

Dans les systèmes du type I, un accroissement non prévu du déficit budgétaire, s'il n'est pas compensé par d'autres erreurs de prévision, a normalement une incidence immédiate sur les taux d'intérêt tandis que l'incidence immédiate sur la masse monétaire devrait être faible ou nulle.

Dans les systèmes du type II, un déficit budgétaire plus important que prévu, s'il n'est pas compensé par d'autres erreurs de prévision, n'entraîne habituellement pas de réaction immédiate des autorités et la masse monétaire est susceptible de croître tandis que les taux d'intérêt restent stables.

Cependant, les effets finaux d'une demande accrue de fonds public sur la création monétaire, les taux d'intérêt et l'éviction ("crowding out") des dépenses privées dépendent avant tout des méthodes de financement.

#### 4.1. Les différentes manières de financer les BESP

##### 4.1/1 Financement par la banque centrale

Le gouvernement peut financer une augmentation des BESP par vente de titres à la banque centrale ou par recours direct aux avances de cette dernière, ce qui lui évite de placer un montant équivalent de titres sur le marché. En ce cas, dans un premier temps, la base monétaire et la masse monétaire au sens large augmentent d'un même montant, tandis que les taux d'intérêt restent à leur niveau d'origine, en supposant bien sûr l'absence d'anticipations inflationnistes au sens de N. Wallace et T. Sargent.

##### 4.1/2 Financement par les banques commerciales

L'effet monétaire immédiat du financement d'un accroissement du BESP par les banques commerciales varie suivant que les titres de la dette publique émis à cette occasion viennent grossir le portefeuille des banques ou se substituent à d'autres actifs dans ce portefeuille. Cet effet de substitution dépend quant à lui de la liquidité du secteur bancaire et de la législation en vigueur. Il gouverne en outre le phénomène d'éviction des crédits privés.

##### 4.1/3 Financement par le secteur privé non bancaire

La vente de titres de la dette publique au secteur privé non bancaire assure, dans un premier temps, un financement non monétaire de l'accroissement du besoin d'emprunt du secteur public. L'achat des titres implique un transfert de propriété des dépôts du secteur privé aux administrations publiques puis, en sens inverse, de ces dernières au secteur privé quand les fonds sont dépensés. Dans ce cas, il n'y a pas d'incidence immédiate sur la base monétaire, sur la liquidité du système bancaire ni sur la masse monétaire au sens large.

Le placement de nouveaux titres de la dette publique en dehors du système bancaire est toutefois de nature à affecter les taux d'intérêt pratiqués sur les marchés de capitaux, car il se produit une substitution entre les différentes catégories d'actifs et les emprunteurs privés sont amenés à se tourner vers le système bancaire pour obtenir du crédit. Il en résulte une tendance à la hausse des taux d'intérêt sur les marchés du crédit en général. Ainsi, tant que le système bancaire est bien intégré au reste du système financier, il n'y a guère de différence entre le cas où le financement provient des banques et celui où il est assuré par le secteur non bancaire. Le principal facteur déterminant l'effet final sur la masse monétaire reste la réaction de la banque centrale en matière de taux d'intérêt et d'octroi de liquidités aux banques.

#### 4.1/4 Financement extérieur

Les apports de capitaux extérieurs n'influencent sur la masse monétaire que dans la mesure où il en résulte une augmentation de monnaie nationale détenue par le secteur privé non bancaire. Si les autorités monétaires n'interviennent pas sur le marché des changes, le produit en devises du financement du déficit budgétaire à l'étranger doit être affecté à l'achat de monnaie nationale sur le marché des changes avant de pouvoir être dépensé par les administrations publiques. Les dépôts intérieurs sont transférés du secteur privé aux acheteurs étrangers de titres de la dette publique (dans le cas où les instruments de financement sont libellés en monnaie nationale) ou aux administrations publiques (si ces instruments sont libellés en devises) avant de retourner au secteur privé quand les fonds correspondants sont dépensés. Dans l'hypothèse d'un taux de change flottant, comme il n'y a pas d'augmentation des actifs du système bancaire, ni la masse monétaire au sens large ni la base monétaire ne sont modifiées quand un accroissement du besoin d'emprunt du secteur public est couvert par vente de titres aux non-résidents.

Toutefois un tel mode de financement risque de provoquer un effet d'éviction internationale avec les répercussions sur les taux d'intérêt et les taux de change qui en découlent.

#### 4.2. Remarque concernant l'éviction

Dans son étude précitée, l'OCDE énumère les moyens par lesquels il est possible, sinon d'échapper, pour le moins de diminuer l'effet d'éviction issu d'une augmentation des dépenses budgétaires sans politique monétaire accompagnante. Ce n'est pas que je néglige l'importance théorique (a) des effets de modification des ratios de liquidité des entreprises, (b) des effets de substitution des obligations aux avoirs en monnaie, et (c) des effets de richesse, mais l'impossibilité de les quantifier les

rend inopératoires en matière de décision économique. La même étude de l'OCDE a par contre réalisé une "évaluation quantitative de l'efficacité de la politique budgétaire selon la méthode de financement du déficit budgétaire" à l'aide des principaux modèles économétriques privés et publics. Ceux-ci convergent tous vers la conclusion qu'en changes flexibles, une politique budgétaire non accompagnée n'a que relativement peu d'effets positifs sur le produit national en raison de la hausse du taux de change, plus importante qu'en cas d'accompagnement monétaire de la politique budgétaire.

#### 4.3. L'expérience de 5 pays de l'OCDE en matière de financement du déficit budgétaire

Comme nous l'avons vu, le déficit budgétaire exerce une influence sur l'économie en fonction, d'une part de son mode de financement et d'autre part, du type du système de contrôle monétaire. Les pays en considération dans notre approche, Etats-Unis, Japon, Allemagne, France et Royaume-Uni disposent d'institutions différentes et par conséquent un déficit budgétaire semblable ne saurait avoir une incidence identique. C'est la raison pour laquelle je vais brièvement décrire séparément les approches nationales en matière de financement du déficit budgétaire et en évaluer les résultats respectifs. [\*13]

##### 4.3/1 Pays dotés d'un système de contrôle monétaire du type I

###### 4.31/1 Les Etats-Unis

###### a) Cadre institutionnel

Le Trésor des Etats-Unis est chargé de faire face aux besoins d'emprunt de l'administration fédérale. Le Fed n'intervient pas directement dans le financement du déficit budgétaire, sauf dans la mesure où elle achète des titres de la dette publique dans le cadre de ses activités normales de refinancement du système bancaire.

Les marchés de capitaux américains sont fortement intégrés, et les banques commerciales y jouent un rôle important, mais non prépondérant. Les titres émis par le Trésor sont simplement vendus sur le marché, où ils sont en concurrence avec ceux des autres emprunteurs. Un élément essentiel caractérisant le marché américain est le rôle international du dollar en tant que monnaie de réserve internationale. En effet, les gouvernements étrangers et les banques centrales étrangères participent activement au marché des capitaux des Etats-Unis, principalement en tant qu'acheteurs ou vendeurs de titres de la dette publique.

###### b) Financement du déficit budgétaire et création monétaire

Comme nous l'avons déjà vu, à la demande du Congrès le Fed fixe depuis 1975 des fourchettes de croissance annuelle pour les dif-

férents agrégats monétaires. [\*14] Avant le 6 octobre 1979, le Fed établissait, à l'aide de nombreuses hypothèses de croissance, une fourchette à l'intérieur de laquelle les taux des "Federal Funds" pouvaient fluctuer. Depuis l'adoption de la nouvelle procédure, axée sur le contrôle des réserves bancaires, ces fourchettes ont été dans un premier temps élargies, puis même ignorées lorsqu'elles risquaient d'être dépassées. L'influence du taux des "Federal Funds" est très marquée sur les taux à plus long terme, notamment ceux des obligations des sociétés de tout premier rang (cotées AAA).

c) L'incidence du déficit budgétaire sur le financement du secteur privé

Jusqu'en 1974, c'est-à-dire avant que les autorités ne décident de fixer des objectifs monétaires, l'expansion du crédit bancaire a suivi une évolution à peu près parallèle à celle du déficit budgétaire, ce qui s'explique par le fait que la politique monétaire devait accompagner la politique budgétaire. [\*15] Depuis l'instauration de cette pratique, la relation entre l'expansion du crédit bancaire et du déficit budgétaire s'est avérée assez faible. Les déficits budgétaires ont été notables par rapport à ceux enregistrés dans le passé, mais l'expansion du crédit bancaire a eu un comportement cyclique prononcé.

L'apport net de capitaux étrangers au secteur privé non bancaire a été légèrement négatif durant les années 70, tandis que depuis 1980 il est devenu positif, environ 2% du PNB. Cependant, il est difficile d'établir une relation solide entre l'évolution de cette variable et le déficit budgétaire ou l'expansion monétaire. A moins bien sûr qu'on la lie à l'éviction du secteur privé.

Il convient d'être très prudent lorsque l'on interprète le graphique devant nous permettre de juger de l'éviction du secteur privé. [\*16] En effet, avant les années 70, il n'existait pas de relation manifeste entre le déficit budgétaire et le volume des crédits allant au secteur privé. Par contre, au cours des dix dernières années, une relation inverse est apparue entre ces deux variables, ce qui peut donner à penser qu'il y a eu éviction du secteur privé. Néanmoins, on peut légitimement considérer que l'augmentation du déficit budgétaire résulte d'une politique délibérée des autorités afin de compenser la diminution des demandes de crédit privé, suite, par exemple, à un ralentissement de l'économie. Si cette explication est satisfaisante pour les années 1970 et 1975, on doit la rejeter pour l'évolution récente de ces dernières années durant lesquelles un phénomène d'éviction a indubitablement eu lieu. [\*17]

#### 4.31/2 Allemagne

##### a) Cadre institutionnel

Le financement du déficit de l'administration centrale est du ressort du Ministère des Finances. Les conditions dont sont assorties les obligations émises par l'administration centrale sont fixées par un syndicat de banques dirigé par la Bundesbank. Les taux sont en général choisis en fonction de la situation du marché. Le syndicat acquiert les titres de la dette publique normalement émis et les place dans les portefeuilles des banques-membres ou auprès du secteur privé non bancaire. Ainsi, dans la mesure où ce dernier n'absorbe pas la totalité de ces titres, c'est le système bancaire qui couvre le reliquat du besoin de financement des administrations publiques.

La Bundesbank n'est pas autorisée à acheter directement des titres nouvellement émis par le secteur public, mais le gouvernement peut, dans une mesure limitée, effectuer des retraits à découvert sur son compte à la banque centrale pour faire face à des difficultés temporaires de trésorerie. L'importance du rôle des banques dans le financement du déficit budgétaire s'explique avant tout par le fait que les marchés monétaire et financier sont peu développés.

##### b) Financement du déficit budgétaire et création monétaire

Comme aux Etats-Unis, les banques doivent détenir un volume de réserves minimum qui varie en fonction de la nature des catégories de dépôts. La Bundesbank permet aux banques de recourir, dans certaines limites, à la réescompte, à un taux qu'elle détermine elle-même. Il convient toutefois de souligner que des plafonds quantitatifs n'ont jamais été appliqués en Allemagne, cette procédure n'étant d'ailleurs pas autorisée en vertu de la Loi sur la Bundesbank.

Du fait de l'indépendance de la Bundesbank à l'égard du processus de financement du déficit budgétaire, il n'y a généralement pas de relation directe entre ce dernier et l'évolution de la masse monétaire. Et l'on peut estimer que, depuis 1973, les autorités sont parvenues à maîtriser la masse monétaire en contrôlant la liquidité des banques, bien que ce lien soit, à court terme, plus souple qu'aux Etats-Unis.

La Bundesbank exerce un contrôle sur les taux d'intérêt, en agissant sur les taux de ses concours pour modifier les taux à court terme et tente de stabiliser les taux à long terme en influençant les anticipations inflationnistes. On peut dire que la Bundesbank a rencontré un certain succès dans cette pratique jusqu'à ces dernières années où l'influence extérieure a dominé sur les conditions intérieures.

c) L'incidence du déficit budgétaire sur le financement du secteur privé

Sauf peut-être en 1975, il n'y a guère eu de relation entre le besoin d'emprunt des administrations publiques et l'expansion du crédit bancaire. [\*16] Comme aux Etats-Unis, cela s'explique par une légère politique d'accompagnement en période de récession économique et par le fléchissement de la demande de crédit du secteur privé. En ce qui concerne l'éviction, il semble que la relation soit significative [\*16] mais comme on l'a vu précédemment le sens de la causalité n'est pas déterminé. En revanche, l'évolution négative qu'a pris le flux de capital vers l'étranger depuis 1979 ne fait qu'aggraver l'éviction du secteur privé.

4.3/2 Pays dotés d'un système de contrôle monétaire du type II

4.32/1 Japon

a) Cadre institutionnel

Le financement du déficit de l'administration centrale est du ressort du Ministère des Finances. Les émissions de titres de la dette publique consistent principalement en obligations à long terme (10 ans); les conditions d'émission des titres qui ne sont pas absorbés par les institutions financières du secteur public (essentiellement le "Trust Fund Bureau") sont comme en Allemagne négociées avec un syndicat de garantie composé des banques commerciales. Les bons du Trésor à court terme constituent une source de financement résiduelle permettant de couvrir les découverts temporaires de trésorerie au cours d'un exercice budgétaire donné. Le volume des titres souscrits par le secteur privé est généralement peu important et le reliquat des émissions est couvert par la Banque du Japon, mais il peut être escompté ultérieurement auprès d'institutions du secteur public ayant des excédents de trésorerie.

Les collectivités locales et les entreprises publiques couvrent une grande partie de leur besoin de financement en empruntant auprès des banques et du "Trust Fund Bureau". Les prêts octroyés au secteur public par l'intermédiaire d'institutions financières publiques telles que ce "Bureau" sont financés à l'aide de l'épargne postale et des cotisations d'assurance sociale.

b) Financement du déficit budgétaire et création monétaire

Bien que disposant par la loi de quasiment tous les instruments imaginables, la Banque du Japon n'utilise qu'une limitation quantitative du crédit pour contrôler la création monétaire. En fait, cela constitue le seul moyen efficace, en raison des taux d'intérêt conservés à des niveaux artificiellement bas.

Etant donné la nature du système japonais, il est difficile d'observer une étroite relation entre la création monétaire et

le financement du déficit budgétaire. En fait, on voit que la création monétaire a entamé un processus de ralentissement depuis 1972, tandis que les BESP ont montré une tendance à la hausse, encore plus marquée après le second choc pétrolier. Toutefois, la croissance monétaire s'est vue influencée par une autre source de nature gouvernementale : l'intervention sur le marché des changes. Le Japon dispose en effet d'un Fond de Stabilisation des Changes, alimenté par des émissions d'obligations généralement souscrites par la Banque du Japon. [\*18]

#### c) L'incidence du déficit budgétaire sur le financement du secteur privé

Avant 1973, il existait une relation positive entre l'évolution du crédit bancaire aux secteurs privé et public et celle du BESP. La relation inverse qui s'est établie entre ces deux variables après 1973 s'explique par le fait qu'une orientation restrictive a été donnée à la politique monétaire pour réduire l'inflation. [\*16]

Ainsi, l'on pourrait légitimement accepter une hypothèse d'éviction massive. Toutefois, comment peut-on parler d'éviction traditionnelle lorsque les taux d'intérêt rampent à des niveaux si bas ? Le Japon dispose bien d'un système à part et l'importance, comparée à des standards internationaux, des sources de financement non bancaires du secteur privé sont là pour en témoigner.

En conclusion, on peut dire que l'éviction est, aussi bizarre que cela puisse paraître, institutionnalisée, et personne ne s'en plaint puisque les entreprises devant faire face à des investissements productifs disposent toujours des fonds nécessaires à un taux de rémunération très bas.

#### 4.32/2 France

##### a) Cadre institutionnel

L'exécution du programme d'emprunt de l'administration centrale est du ressort du Ministère des Finances. Les bons du Trésor sont placés parmi le public et les banques aux conditions du marché. Pour le besoin résiduel de financement, le Trésor place des bons en compte courant auprès des banques. Ces bons peuvent être mobilisés, sans limitation, à la Banque de France. En outre le Trésor utilise, pour la couverture de ses besoins à court terme, des concours directs de la Banque de France dont le montant est toutefois plafonné.

Dans le cadre politique du "plan Barre" visant, depuis 1976, à réduire progressivement le taux d'expansion de la masse monétaire pour lutter contre l'inflation, les autorités se sont efforcées de développer l'émission d'emprunts sur le marché financier. Etant donné la taille relativement moyenne de ce marché, on peut déjà parler de la possibilité d'un phénomène d'éviction.

Toutefois, la progression des appels de l'Etat au marché financier a contribué à l'élargissement de ce dernier.

#### b) Financement du déficit budgétaire et création monétaire

Comme les autres pays du type II, la France agit principalement sur les taux d'intérêt pour contrôler la liquidité des banques, l'évolution du crédit et la masse monétaire. Toutefois son adhésion au Système Monétaire Européen (SME), et les conséquences sur la stabilité du franc qui en découlent, empêchent les autorités d'agir en toute liberté sur les taux d'intérêt. C'est la raison pour laquelle, on utilise comme au Japon un système de rationnement quantitatif du crédit assorti de pénalités à barème fortement progressif.

Le cadre institutionnel français est tel que des variations imprévues du volume des opérations d'emprunt du Trésor tendent à avoir une incidence initiale sur les appels de l'Etat au crédit bancaire et, partant, sur la masse monétaire.

Jusqu'en 1974, le budget de l'administration centrale était plus ou moins en équilibre et, depuis lors, les déficits enregistrés ont été relativement modestes par rapport aux autres pays et ont pu conséquemment être financés par le secteur privé non bancaire. Toutefois, depuis la venue des socialistes au gouvernement une plus large part d'un budget de relance a été directement financée par la création monétaire.

#### c) L'incidence du déficit budgétaire sur le financement du secteur privé

On n'observe pratiquement pas de relation systématique entre le déficit de l'Etat et l'expansion du crédit bancaire aux secteurs intérieurs non financiers. [\*16] La relation qui a suivi le premier choc pétrolier peut une fois de plus être mise sur le compte d'une politique de relance devant prendre le relai d'une chute de l'activité intérieure et donc des demandes de crédit privé.

Durant les années 70, on peut remarquer une tendance à la hausse de l'expansion des crédits privés non bancaires aux secteurs intérieurs non financiers. Toutefois cette évolution favorable doit être relativisée par le fait que ce marché est relativement neuf et peu développé (par rapport aux Etats-Unis par exemple).

Avant 1973, il est possible d'observer une corrélation négative entre les importations globales (secteur bancaire et non bancaire, privé et public) de capitaux et l'expansion du crédit bancaire que l'on peut légitimement mettre sur le compte d'un effet de substitution. Depuis lors, la croissance des importations de capitaux est inélastique aux variations de la demande de crédit et correspond à une incitation gouvernementale à drainer des fonds étrangers pour des raisons de balance des paiements d'une part et pour éviter l'engorgement d'un marché national étroit

d'autre part. Toutefois, comme on le verra d'ailleurs plus loin, [\*19] la France de François Mitterrand ne dispose plus de cette priorité sur les marchés internationaux et cela peut expliquer en partie l'élément de relance par la croissance monétaire.

En conclusion, on peut penser que comme dans le cas du Japon, l'éviction a pu être évitée par un contrôle institutionnel du crédit, mais au coût peut-être de pressions inflationnistes plus grandes.

#### 4.32/3 Royaume-Uni

##### a) Cadre institutionnel

La Banque d'Angleterre assume le financement du déficit du budget de l'administration centrale, laquelle procède elle-même à la plupart des opérations d'emprunt nécessaires au financement des autres organismes du secteur public. [\*20] La Banque fixe les taux des différents instruments de la dette publique. Les banques s'engagent à absorber la totalité des bons du Trésor émis, assurant ainsi l'équilibre du marché, à charge pour la Banque d'Angleterre d'agir en tant que prêteur de dernier ressort. De ce fait, à court terme, les accroissements du déficit budgétaire sont financés par l'émission de titres que le système bancaire peut convertir en liquidité lorsqu'il le désire.

Les marchés des capitaux sont importants et dépassent très largement le cadre des banques commerciales. En émettant des titres à long terme, que les banques commerciales n'achètent que rarement, la Banque d'Angleterre peut se procurer une grande partie des ressources nécessaires au financement du déficit budgétaire en dehors du système bancaire. Etant donné l'ampleur de la dette publique, cette source de financement permet l'échelonnement sur une durée exceptionnellement longue (ainsi, selon une étude de la Banque d'Angleterre, au milieu de l'année 1979 l'échéance moyenne de l'encours des obligations d'Etat était de 12 ans tandis que l'échéance moyenne des titres de la dette publique des Etats-Unis était de 5 ans. [\*21] Ceci permet donc d'expliquer les différences de tensions sur les marchés lorsque les taux sont à la hausse).

##### b) Financement du déficit budgétaire et création monétaire

Les deux principaux instruments dont dispose la Banque d'Angleterre sont la variation du taux minimum de ses encours aux banques et les ventes d'obligations d'Etat en dehors du système bancaire. Le second détermine la part du BESE qui doit être financée par le crédit bancaire et de ce fait la création monétaire, en supposant bien sûr que les banques ne diminuent pas leurs prêts au secteur privé. C'est justement pour limiter l'offre de crédit supplémentaire que les autorités monétaires ont eu depuis 1973 recours à leur fameux "corset". Toutefois il s'est avéré relativement inefficace puisque les banques ont fréquemment pré-

féfé maintenir le niveau de leur prêt, quitte à payer des pénalités et à réduire leur bénéfice. [\*22]

En l'absence d'un contrôle quantitatif direct de l'activité des banques, les contraintes qui s'exercent sur leur comportement en matière d'offre de crédit sont limitées. C'est la raison pour laquelle la croissance monétaire est assez directement, et sans aucun doute, influencée par les BESP. Depuis l'élection de Mme Thatcher, l'objectif en matière de croissance de l'agrégat "sterling M3" s'est vu priorisé et a tenu le devant de la scène politique. Afin de tenter de respecter cet objectif, les autorités n'ont pas eu d'autres moyens que de faire subir une pression à la hausse des taux d'intérêt. Toutefois, depuis le deuxième semestre de l'année 1981, le gouvernement s'est rendu à l'évidence de l'inutilité perverse d'une telle procédure et s'est à nouveau attaché à considérer des objectifs en matière de taux d'intérêt et de taux de change, quand bien même Mme Thatcher a affirmé en décembre 1982 que son gouvernement n'avait pas de politique de change.

#### c) L'incidence du déficit budgétaire sur le financement du secteur privé

Jusqu'en 1971, les fluctuations du déficit budgétaire ont été suivies par des variations à peu près comparables de l'expansion du crédit bancaire, [\*16] ce qui donne à penser qu'il y a eu un très net accompagnement de la politique monétaire. Cela peut s'expliquer par le fait que des limitations quantitatives du crédit créaient d'énormes pressions sur un secteur privé en expansion et que par conséquent il s'avérait difficile de financer les BESP par un autre moyen que la création monétaire.

Après 1971, on peut observer une corrélation négative qui peut être interprétée comme un effet d'éviction typique, encore renforcé par la pratique d'objectif de croissance monétaire.

Le secteur privé a trouvé d'autres sources de fonds. Par exemple, les crédits privés non bancaires aux secteurs intérieurs non financiers, qui avaient fluctué autour de 4 à 6% du PIB jusqu'en 1970, ont fortement augmenté pour atteindre 8 à 10% du PIB à la fin de la décennie.

En ce qui concerne la source de fonds extérieurs, la conclusion est plus difficile. En fait, on peut remarquer une relation négative avec l'expansion du crédit bancaire. Ainsi, l'on pourrait expliquer cette évolution par une éviction résultant de la croissance des BESP. Toutefois, l'existence d'un contrôle des changes qui n'a été aboli que récemment rend difficile une interprétation définitive.

En conclusion, on peut néanmoins clairement accepter l'hypothèse d'éviction depuis 1978 en raison des exorbitants BESP. Cela explique en tout cas la politisation de ce problème et sa réso-

lution dans une importante stratégie financière à moyen terme (Medium Term Financial Strategy).

#### 5. Conclusions concernant la politique budgétaire

Etant donné l'orientation essentiellement monétaire de ce travail, je pense qu'il n'est pas opportun de traiter plus précisément de la politique budgétaire en tant que telle. Ce chapitre nous permet néanmoins d'envisager dès lors les problèmes économiques internationaux d'une manière plus nuancée, plus proche de la réalité. De plus, elle éclaire le débat monétaire en fournissant les éléments essentiels de réflexion positive, nécessaires à la recherche d'une solution politique (par opposition à normative).

Les points principaux qu'il convient de retenir sont :

- a) Les deux types de contrôle monétaire.
- b) L'attitude politique différente en matière de contrôle quantitatif du crédit.
- c) L'effet d'éviction qui peut résulter de l'attitude précédente.
- d) L'importance de la taille des marchés, financier et monétaire, nationaux.
- e) La solution qui consiste à importer des capitaux ne saurait constituer un mode opératoire pour l'ensemble du système...
- f) Les approches traditionnelles, du type FMI aux Etats-Unis, sont inutiles et erronées lorsqu'il s'agit de déterminer l'influence du déficit budgétaire sur les taux d'intérêt, l'inflation ou autres indicateurs de l'activité économique.

LES PROBLEMES DE LIQUIDITE,  
OU L'ISSUE DE LA REAGANOMIE

---

Ainsi que nous l'avons vu, l'orientation de la politique monétaire américaine, combinée aux modes de financement des besoins d'emprunt croissants du secteur public, provoque une pression sur les marchés monétaires et financiers. Il est fort possible que ce "policy-mix" soit responsable d'un effet d'éviction et d'une hausse conséquente des taux du marché. Une entreprise désirant échapper à un tel phénomène doit, ou générer un cash flow suffisant à couvrir ses besoins, ou se tourner vers les marchés internationaux de capitaux, en espérant ainsi bénéficier de conditions plus favorables.

Les Etats-Unis connaissent la critique internationale (les n-1 pays) en raison de leurs influences néfastes sur les taux d'intérêt du marché international (euromarché) et des différents marchés nationaux. Afin de mieux comprendre les imbrications de ce délicat problème, il convient de le segmenter. Premièrement, il faut analyser dans quelle mesure le "mix" américain crée des tensions aux Etats-Unis. Deuxièmement, on étudiera le processus par lequel le marché international des capitaux est contaminé par le virus américain. Enfin, on verra si effectivement les n-1 pays souffrent de la Reaganomie. En effet, sans dommages, l'existence d'une plainte en réparation ou en cessation de troubles ne saurait, par définition, trouver une issue réaliste.

1. L'impact sur les Etats-Unis

1.1 Les effets sur la liquidité du secteur privé

La source de fonds destinés à l'investissement privé a été ces dernières années incontestablement les bénéfices non-distribués. En 1981, \$ 370 mrd\$ étaient ainsi constitués et l'Administration Reagan prévoit une augmentation spectaculaire qui portera ce chiffre à \$ 530 mrd\$ pour l'année 1984. Cette hypothèse optimiste se fonde essentiellement sur les effets de la nouvelle loi ("Accelerated Cost Recovery System") permettant un taux de dépréciation comptable plus rapide, donc une constitution plus aisée de cash flow. [\*1]

Toutefois, récession et taux d'intérêt élevés sont deux facteurs

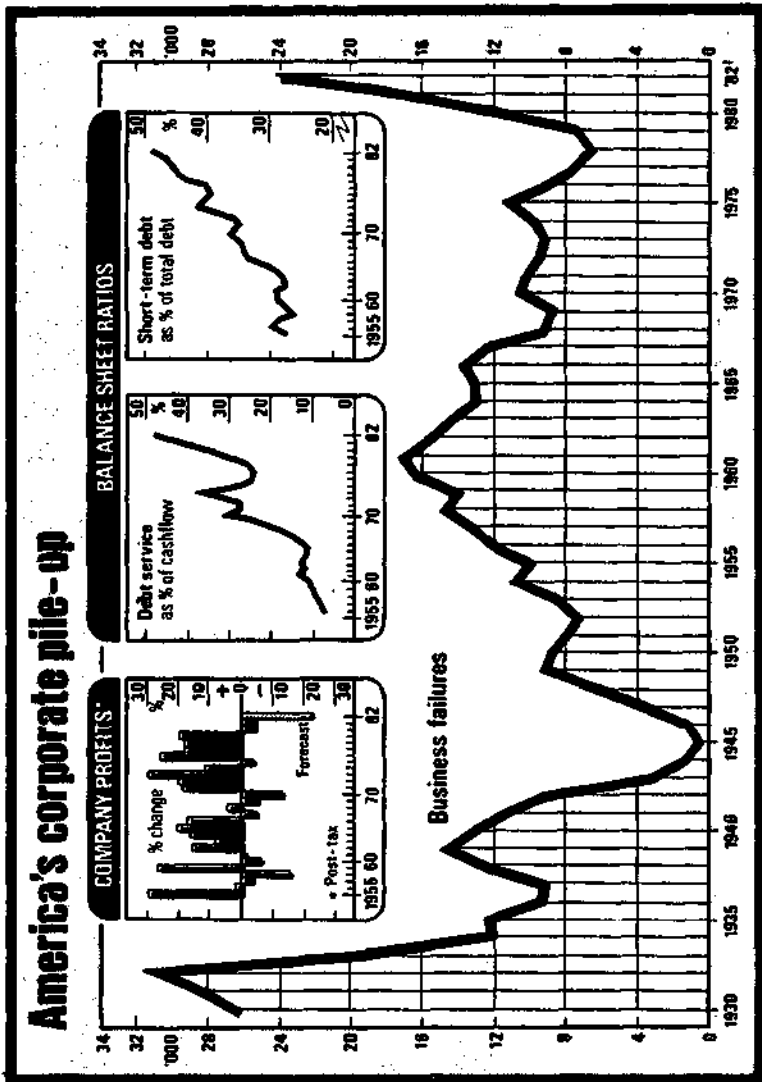
qui augmentent le besoin de capitaux et en élèvent le coût. Dans ses premiers balbutiements, un ralentissement économique suscite une diminution des profits des entreprises et donc de leur cash flow. La réduction de la demande entraîne d'abord une baisse du niveau des stocks, puis de la production. Ce n'est qu'en dernier recours que l'on réduit les capacités de production et éventuellement que l'on tente de réaliser des actifs pour assainir les finances de l'entreprise. L'impact d'un tel processus se fait d'abord sentir avec force au stade de la vente de détail, tandis que la réduction du potentiel d'offre n'intervient, dans un premier temps, que dans le cadre de mesures temporaires.

Cependant, la longueur et la vigueur de la récession américaine, associées au coût élevé de l'argent, exercent désormais pleinement leurs effets au stade de la production.

Le nombre de faillites annuelles est passé de 7'000 à plus de 17'000 de 1979 à 1981, et le tableau de la page suivante montre mieux que tous les discours la situation du secteur privé aux Etats-Unis. [\*2] Bien que catastrophique cette évolution l'est encore plus lorsque l'on sait que les faillites ont initialement affecté le secteur de la vente de détail, mais que depuis le début de l'année 1982, le commerce de gros et la manufacture connaissent un taux de faillite plus élevé que dans tout autre secteur de l'économie. D'autre part, les difficultés atteignent des firmes de plus grande importance, et même celles situées à l'intérieur de la "ceinture du soleil" ("sun belt"), c'est-à-dire les régions du Sud et de l'Ouest qui ont bénéficié d'une croissance économique prodigieuse ces dernières années. En termes absolus, le nombre de faillites est le plus élevé depuis la grande dépression. [\*3] Lloyd Drexler, le PDG de Allied Products, pense que "l'industrie s'est tellement affaiblie, qu'il est fort peu probable qu'elle parvienne à se remettre sur pied d'elle-même". [\*4] Toutefois, selon Paul Wrexler de la Bank of New York, une récession entraîne une restructuration économique, mais "il est difficile de déterminer ce qui est désirable de ce qui constitue réellement une détérioration. Je pense que nous assistons principalement à une détérioration non contrôlée. Tous les ratios de liquidité se sont détériorés depuis les années 50 et atteignent actuellement les proportions les plus basses connues depuis la deuxième guerre mondiale". [\*5]

Cette détérioration se voit de plus exacerbée par la structure ambivalente identifiée par H. Wallich. [\*6] Ainsi, les entreprises qui réalisent des profits annuels inférieurs à \$ 50'000 payent leurs impôts au taux fixe de 20% et donc ne peuvent déduire qu'un cinquième de leurs frais financiers, tandis que les firmes soumises au taux de 50% ne supportent effectivement que la moitié du "prime rate", ou du taux auquel elles obtiennent leurs crédits. Les entreprises qui affichent des déficits (par

THE CRASH OF 1982?



exemple Chrysler ou International Harvester) ne peuvent que reporter à nouveau les pertes induites par leurs frais financiers, et il est permis de se demander si elles survivront assez longtemps pour bénéficier de ces déductions ...

Evidemment, certains secteurs d'activité sont plus durement et rapidement affectés par un coût élevé du crédit : électroménager, logement, construction, automobile et "savings and loan associations". [\*7]

### 1.2 Tendance au raccourcissement de l'échéance des emprunts

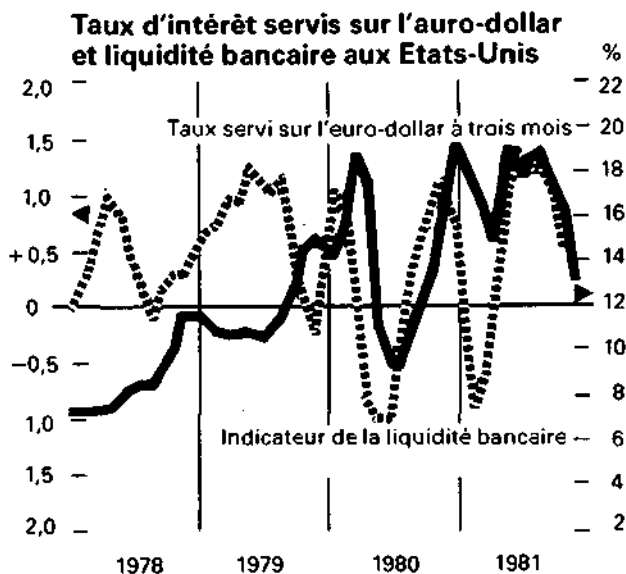
Un autre facteur renforce la pression sur les marchés monétaires : la tendance au raccourcissement de l'échéance des emprunts. Un indicateur démontre très clairement cette modification de la structure du marché, c'est le "quick ratio", en d'autres termes le rapport de l'actif liquide sur les dettes à court terme. Alors que 100% est considéré comme une valeur prudente limite, ce ratio avoisinait 79% en septembre 1981 pour le secteur de la manufacture et a constamment diminué depuis lors. [\*8]

Selon Henry Kaufman de Solomon Brothers, le fameux gourou de Wall Street, cette modification de la structure des taux constitue une réponse à la hausse des taux d'intérêt. Il remarque que le ratio dettes à long terme sur dettes à court terme prend la valeur de 1,4 alors qu'il valait environ deux fois plus il y a 20 ans. [\*9] Dr. Kaufman prévoit pour l'année 1982 une augmentation de la dette à court terme des entreprises de \$ 60 mrd\$, et de seulement \$ 46 mrd\$ pour les emprunts à long terme; ces prévisions envisagent encore une détérioration du ratio précédent. Les coûts financiers de cette dette à court terme, qui avoisinait les \$ 500 mrd\$ à la fin du premier semestre 1982, représentent à eux seuls la somme de \$ 80 mrd\$ sur une base annuelle, en prenant un "prime rate" de 16%. En fait, les frais financiers absorbent aux Etats-Unis, environ un sixième du bénéfice avant intérêt. [\*10]

George M. von Furstenberg, du FMI, décrit la bataille pour l'argent liquide de la manière suivante : "Les entreprises empruntent uniquement pour joindre les deux bouts. Ces emprunts de panique affectent même les grandes entreprises qui accourent ainsi sur ce marché pour couvrir leurs pertes, un peu de la même manière que le gouvernement finance son déficit". [\*11] Puisque cette demande se concentre sur les emprunts à court terme, les taux d'intérêt restent élevés, bien que l'économie connaisse une phase de contraction. Le prix Nobel d'économie 1981, James Tobin, a pour sa part souscrit à ce type d'explication. Il prévoit même une prolongation de la stagnation économique, due aux taux d'intérêt élevés, jusqu'en 1985. [\*12]

Dans leur étude "Causes et conséquences du niveau élevé des taux d'intérêt américains", W. Fautz et W. Reger passent en revue les

différentes explications possibles. [\*13] La plus convaincante est incontestablement celle qui confronte simplement l'offre à la demande sur le marché du crédit : "Pour le but qui nous intéresse, nous nous limitons au marché du crédit bancaire et nous postulons que sur ce marché partiel, le taux d'intérêt est déterminé par a) le taux d'inflation escompté et b) par le degré d'utilisation des liquidités du système bancaire. Pour cette dernière grandeur un indicateur nous est fourni lorsque nous confrontons la croissance de la demande de crédit à celle de la monnaie centrale". Ils présentent ensuite le graphe reproduit ci-dessous et il en ressort que cet indicateur du degré d'utilisation des liquidités offre une bonne explication de l'évolution à court terme des taux d'intérêt américains depuis 1980 (meilleure que celle de M. Friedman de toute façon). [\*14]



Les chiffres montrent en effet que pendant cette période, la croissance du crédit s'est située nettement au-dessus de l'offre de crédit (monnaie centrale), ce qui signifiait pour les taux d'intérêt américains une constante pression vers le haut. Sur ce même graphe, on remarque, en quelque sorte, le rattrapage de l'influence de l'offre de crédit sur les taux d'intérêt pour obtenir la relation quasi instantanée, dont parlait H.

### 1.3 Les causes du raccourcissement de l'échéance des emprunts

Il serait possible de trouver de nombreux facteurs responsables de cette modification structurelle, mais en fait seuls les principaux importent. Premièrement, il convient de considérer que les coûts extraordinairement élevés du crédit ont simplement découragé les emprunteurs potentiels de s'engager à long terme; ils les ont plutôt incités, en attendant que les taux baissent, à se "soulager" à court terme. Après avoir été "bernés" pendant la période inflationniste, les prêteurs ont eux aussi montré une aversion grandissante pour la position à long terme. Ainsi même les petits épargnants, traditionnellement conservateurs, se dirigent vers de nouveaux actifs financiers à plus brève échéance, tels les "money market funds" qui, inexistant il y a environ 10 ans, représentaient en mars 1982 la somme \$ 186 mrd, soit plus de l'équivalent des actifs additionnés de Chase et de Citicorp. [\*16]

En raison de cette évolution structurelle, chacun se demande de quelle manière l'on pourrait retourner le flux de fonds vers des investissements à plus long terme. L'orientation actuelle de la politique monétaire, exercée dans le contexte institutionnel américain du financement d'un déficit budgétaire énorme, va à l'encontre d'une amélioration puisqu'elle suscite même un renversement de la structure des taux d'intérêt. Les prêteurs ne sont ainsi évidemment pas incités à s'engager à long terme, d'autant plus que l'instabilité et le risque caractérisant les marchés requerraient une prime trop élevée.

Il serait possible d'échapper à cette absurdité économique (taux à court terme plus élevés que les taux à long terme) en augmentant la rentabilité des placements à long terme. Mais puisque plus que de prêteurs que d'emprunteurs quitteraient le marché à court terme, la pression s'exerçant sur celui-ci n'en serait que plus grande et les taux rejoindraient vite les taux à long terme. On pourrait par conséquent assister à une escalade suicidaire des taux d'intérêt.

La solution unique consiste donc à diminuer la demande de crédit à court terme ou à en augmenter l'offre. Toutefois, les autorités monétaires ont adopté une stratégie qu'il est difficile de prévoir à cet égard (d'ailleurs ont-elles une stratégie ?). Par voie de conséquence, seule une réduction des BESE (ou une modification de leur mode de financement) serait à même de susciter une diminution des taux à court terme, donc de rétablir une structure des taux plus saine; condition nécessaire au décollage de l'économie vers des horizons plus cléments.

On peut représenter la situation américaine actuelle par l'image d'énormes files d'attente d'emprunteurs devant les rares qui-

chets des prêteurs. Ces derniers peuvent donc se montrer très sélectifs dans leurs opérations de crédit, et par conséquent ne servir en priorité que les entreprises de premier rang. La différence entre les taux des obligations AAA et A s'est accentuée de 0,44 en 1979 à 1,33 en 1981. [\*17] Ainsi, seuls les champions du secteur privé ont pu obtenir des taux "acceptables", et leur nombre diminue sans cesse. En 1981, Standard and Poor a dégradé 167 entreprises, dont Ford, Dupont et GM. [\*18] En mars 1982, Moody's en fit de même pour 9 des plus importantes banques américaines. [\*19]

Cette dernière remarque nous permet de rectifier une opinion très répandue, aux Etats-Unis et ailleurs, selon laquelle les banques encouragent une hausse des taux d'intérêt dont elles seraient les seules bénéficiaires. L'année 1981 fut catastrophique pour les banques américaines et si les taux d'intérêt n'avaient pas chuté lors du dernier trimestre, elles auraient certainement toutes montré des pertes. Cela semble difficile à croire lorsque l'on sait que beaucoup d'entreprises demandaient des crédits qu'elles étaient prêtes à payer au prix fort. En fait, ces crédits devaient généralement servir à empêcher les entreprises à tomber en faillite, et beaucoup d'entre elles n'ont pas survécu, entraînant avec elles les crédits déjà alloués.

On comprend ainsi mieux que Morgan Guaranty Trust fut la seule banque à ne pas être affectée par la décision de Moody's, bien que ses résultats pour l'année 1981 aient été moins bons que ceux de ses concurrentes. Morgan a effectivement montré sa première chute dans la croissance de ses profits depuis des décennies puisqu'elle n'a réalisé que 2% de croissance, et ceci grâce aux 35% obtenus lors du dernier trimestre. [\*20] Il convient cependant de souligner que Morgan est spécialisée dans le prêt aux entreprises de premier rang, donc qu'elle est moins affectée par les faillites et les demandes de rééchelonnement des paiements d'intérêts.

La raison économique qui se cache derrière ces mauvaises performances s'explique simplement par le fait que les ajustements du "prime rate" montrent un décalage par rapport aux taux du marché; ainsi la marge entre le taux débiteur et le taux créancier est comprimée à la hausse et écartée à la baisse.

La qualité des emprunteurs est un facteur qui intervient aussi sur le marché international des capitaux. Ainsi en avril 1982, deux entreprises américaines ont obtenu des conditions plus avantageuses sur l'euromarché que le Trésor ne le pouvait sur le marché américain. Cette possibilité d'emprunt nous amène donc à considérer une nouvelle source de capitaux, les euromarchés. Dans la mesure où des entreprises américaines peuvent exploiter ces sources externes de fonds, il est possible de limiter les effets d'éviction interne dont nous avons parlé au chapitre

précédent. Un tel procédé diminuerait donc parallèlement la pression sur les taux d'intérêt.

Cependant, l'accès au marché international est régi par les mêmes principes que les marchés nationaux. Certains pays, ou entreprises, disposent d'avantages préférentiels, ce qui fait que les effets du niveau élevé des taux d'intérêt risquent d'être répartis inégalement. On peut donc envisager un effet d'éviction au niveau international qui exacerberait les tensions politiques internationales relatives au problème des taux d'intérêt du marché privé ! C'est à cette question que la fin du chapitre va tenter de répondre.

## 2. L'impact sur les marchés internationaux de capitaux

Un regard, même furtif, à l'évolution du marché international des capitaux, fournit aux n-1 pays des raisons supplémentaires de se plaindre du "policy-mix" américain. En 1981, les emprunteurs américains se sont taillés la part du lion dans les émissions syndiquées. En effet, en consultant le tableau suivant, on peut constater qu'ils ont emprunté environ dix fois plus qu'en 1980 et que leur part du marché est ainsi passée de 7,36% à 35,47% du total des prêts consentis.

### Top 20 borrowers by country

Rank 1981	Rank 1980	Country	Amount (\$m)		Number of loans		% of total loans	
			1981	1980	1981	1980	1981	1980
1	3	United States	62194	6477	114	51	35.47	7.36
2	6	Mexico	12964	5332	73	44	7.35	6.00
3	2	Canada	8822	4814	19	14	4.86	7.40
4	4	Italy	7383	6473	94	65	4.04	7.36
5	5	Brazil	6884	5646	100	53	3.93	6.42
6	1	Venezuela	6149	6903	49	46	3.50	7.84
7	7	Spain	5646	5127	81	111	3.10	5.84
8	16	Australia	4290	1686	36	20	2.45	1.91
9	10	France	3976	1966	19	16	2.26	2.35
10	11	South Korea	3924	2065	77	29	2.23	2.35
11	15	Hong Kong	3692	1736	56	36	2.10	1.97
12	9	Argentina	3619	2307	29	27	2.06	2.62
13	31	Nigeria	3027	768	37	16	1.73	.87
14	13	United Kingdom	2732	1777	31	36	1.50	2.10
15	14	Sweden	2341	1831	13	17	1.34	2.08
16	26	Chile	2334	885	56	36	1.31	1.01
17	32	Portugal	1966	738	36	16	1.12	.83
18	23	Malaysia	1621	1050	15	4	.52	.19
19	18	Denmark	1577	1100	17	21	.88	1.54
20	30	Saudi Arabia	1460	778	28	18	.83	.88

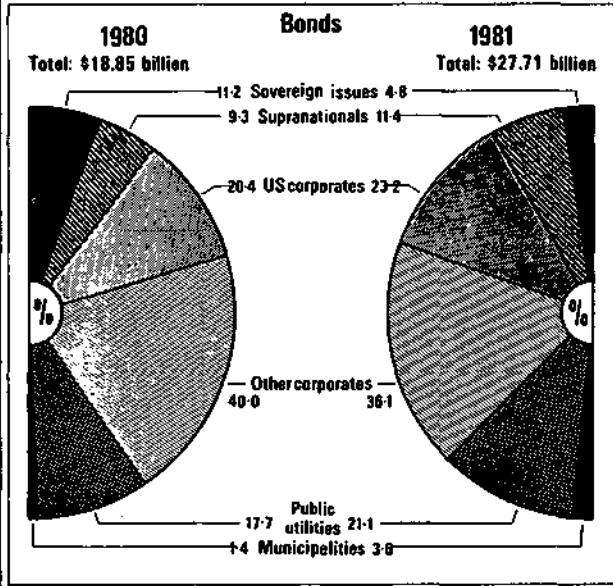
source : Euromoney

Toutefois, selon les estimations de Euromoney, à peu près \$ 40 mrd de cette augmentation ont servi à préparer le terrain du "combat des chefs" pour les vastes opérations de fusion que connut l'année 1981 aux Etats-Unis. [\*21]

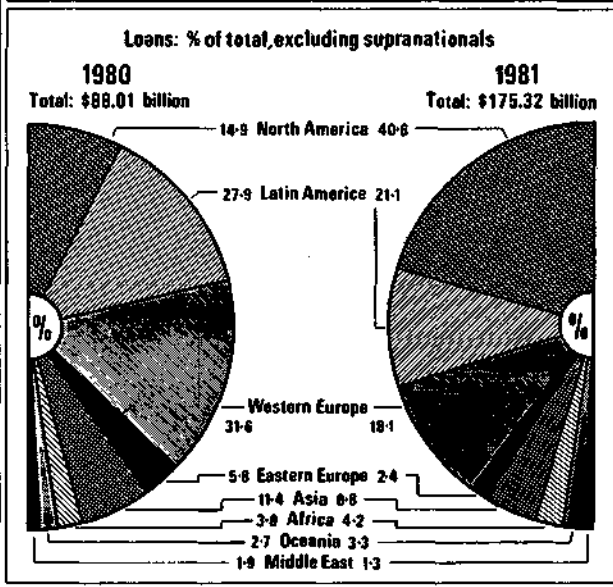
Le graphe de la page suivante nous montre encore que les firmes américaines ont absorbé en 1981 23,2% du marché des euro-obligations alors que 3 ans auparavant, ce chiffre ne représentait que 8% et 3% en 1975. [\*21] Cette augmentation est, sans contestation possible, le résultat d'une politique monétaire américaine trop restrictive. Les agents bancaires du marché international ont évidemment accueilli avec joie cette tendance en raison du facteur risque comparativement plus avantageux aux compagnies américaines qu'aux PVD, qu'aux nouveaux pays industrialisés (NPI), ou encore qu'aux pays de l'Est, surendettés au delà de leurs réelles possibilités de remboursement. Euromoney cite à cet égard "Le point de vue de beaucoup de gestionnaires de fonds helvétiques qui préfèrent les dettes de sociétés américaines, notamment celles qui portent le nom de Pepsi-Cola et Walt Disney, aux émissions de la République française. Dans une même optique, un groupe multinational américain a obtenu, l'été dernier durant l'épisode de "fusion-manie", des conditions plus favorables sur le marché des émissions syndiquées que la plupart des emprunteurs gouvernementaux". [\*21] Même sans mettre son imagination à trop rude contribution, il est possible de se rendre compte de la nature des sentiments que peuvent avoir éprouvés certains gouvernements qui se sont vus traiter moins favorablement qu'un parc récréatif aux Etats-Unis....

L'inéquité devient plus flagrante encore lorsque l'on prend en compte l'effet différencié des taux d'intérêt élevés. Premièrement, il convient de se rappeler que les firmes américaines peuvent déduire leurs frais financiers avant imposition. Ces entreprises sont évidemment sujettes au taux d'imposition de 50%, ce qui désavantage comparativement d'autant plus les emprunteurs gouvernementaux et les grandes municipalités qui ne bénéficient pas des effets de la réduction fiscale. Deuxièmement, puisque quasiment toutes les dettes internationales sont libellées en dollars, une hausse des taux servis sur le dollar suscite une appréciation du billet vert, et donc une nouvelle source d'ennui pour les n-1 pays. Au Brésil par exemple, une augmentation de 5% du Libor absorbe 13,5% du revenu des exportations de ce pays, uniquement pour le service de la dette (toute chose restant égale par ailleurs). [\*22] Toujours à propos du Brésil, mais en fonction du "prime rate" cette fois, le TIME affirme qu'une baisse de 0,5% de ce taux entraîne une économie de 200 millions de dollars en paiement d'intérêt annuel sur les 62 mrd de sa dette extérieure. [\*23] Mais puisqu'une hausse des taux servis sur le dollar entraîne une appréciation de la monnaie américaine, la dette en monnaie nationale s'accroît encore plus.

# Decline of the Sovereign Issuer



# America: We Love You



Les pays de l'OCDE pris en considération souffrent apparemment eux aussi de cette situation et leur accès au marché international devient plus coûteux et plus difficile. Afin de défendre leurs monnaies, ils doivent puiser dans leurs réserves de changes et en même temps faire face à une fuite de capitaux vers les Etats-Unis. On peut bien entendu prétendre qu'un dollar élevé affaiblit le cours des matières premières, donc diminue le montant de la facture pétrolière. En fait, en terme de dollars constants, le prix du pétrole s'est certainement plus apprécié que déprécié pour de nombreux pays.

Afin de parer à la dépréciation de leurs monnaies, les n-1 pays doivent donc augmenter les taux d'intérêt domestiques, intervenir sur le marché des changes, et préparer ainsi un terrain propice à la récession en diminuant la masse monétaire.

De plus, à mesure que leurs besoins de liquidités augmentent, leur accès au marché international devient de plus en plus difficile. "Le marché des emprunts par syndicat d'émission s'est dramatiquement tourné vers les entreprises du secteur de l'énergie... Les banques américaines ont pu emprunter pour une compagnie pétrolière en un après-midi une somme à des conditions encore plus favorables que ce que beaucoup de pays ne peuvent obtenir en un an". [\*21] Les graphes et tableaux précédents nous donnent une idée suffisamment claire de l'évolution de la situation. En fait, les emprunts publics ont diminué à l'avantage des entreprises américaines. Celles-ci ont emprunté plus de 41% du total du marché en 1981 contre 15% en 1980, tandis que les Européens sont passés de 32 à 18%. Le tableau de la page suivante montre encore que ce sont les compagnies pétrolières américaines qui ont le plus bénéficié de cette situation.

Cette modification de la structure du marché pourrait très bien ne résulter que des circonstances et donc en aucun cas à mettre sur le compte d'une politique délibérée du gouvernement américain. C'est toutefois un pas que l'on peut allégrement franchir sans craindre d'être accusé d'anti-américanisme primaire, puisque les auteurs du dernier "Economic Report of the President" eux-mêmes parlent de ce moyen "ingénieux" de se procurer des fonds, différemment que par l'épargne insuffisante des ménages et des entreprises. [\*24] Emma de Rothschild du MIT commente cette option en craignant les réactions des Alliés, "déjà perturbés par les taux d'intérêt élevés, qui maintenant voient les Etats-Unis chercher un palliatif à leur épargne insuffisante dans des pays qui épargnent plus". [\*26] On peut lire en effet dans le rapport du Président qu'"une partie de l'épargne pourrait ainsi venir de l'étranger", et plus loin lorsqu'il traite des effets possibles des emprunts publics sur l'investissement privé : "... si les flux internationaux de capitaux répondent suffisamment à une légère augmentation des taux d'intérêt, un effet d'éviction considérable de l'investissement privé améri-

## Top 20 borrowers on the syndicated loan market in 1981

Rank	Borrower	Number of Loans	Amount (\$m)
1	Gulf Oil Corporation	2	4000.0
2	Mobil Oil Corporation	1	6000.0
3	Texaco	1	5500.0
4	International Harvester Co	5	5000.3
5	Marathon Oil Company	1	5000.0
6	Petróleos Mexicanos (Pemex)	4	4907.0
7	US Steel	2	4100.0
8	Cities Service	1	4000.0
9	Conoco	1	3000.0
10	Government of Canada	2	3000.0
11	Da Pont	1	3000.0
12	Pennzoil	2	2530.0
13	Canadian Development Corporation	1	2100.0
14	Kingdom of Sweden	3	2016.7
15	Sears Roebuck Acceptance Corporation	1	2000.0
16	Allied Chemical Corporation	2	2000.0
17	Standard Oil of Ohio	1	2000.0
18	Electricité de France	2	1900.0
19	Corporación Venezolana de Fomento	12	1889.0
20	Castle Peak Power Co (CAPCO)	5	1651.7

Source : Euromoney

cain pourrait ainsi être évité". [\*24]

Ceci nous amène à considérer directement les effets sur les principaux pays de l'OCDE dont nous avons déjà parlés.

### 3. L'impact international

Nous avons vu que le "policy-mix" américain (politiques monétaire et budgétaire) et les modes de financement des BESE ont contracté la liquidité du secteur privé américain, provoquant ainsi un effet d'éviction au niveau national et international. En se permettant de comparer les flux de capitaux aux flux sanguins comme élément moteur du corps économique capitaliste, on comprend mieux les tensions qui se développent parmi les différentes parties, ou organes de notre système.

Ainsi, dans la mesure où la politique américaine affecte par trop la direction et l'intensité de ces flux, il est fort probable que les n-1 pays tentent des opérations de détournement, de renversement et peut-être même de rupture. La partie qui suit tente donc d'analyser l'effet direct de la politique américaine sur les 4 pays de l'OCDE préalablement déterminés.

### 3.1 France

La France semble être le pays le plus affecté par les effets d'éviction sur le marché international provoqués par la politique américaine. Après son élection au printemps 1981, François Mitterrand a mis en oeuvre une politique qui devait être dirigée vers "la reconquête du marché intérieur", objectif légitime lorsque l'on connaît l'ampleur du déficit extérieur de l'économie française. Outre les nationalisations et autres aménagements structurels, le budget 1981 devait aussi aller dans ce sens avec une augmentation des dépenses de 28%, ce qui représentait un BESP passant de 1,2% à 2,9% du PNB (3,5% du PIB). [\*26] Malheureusement, ces dépenses se sont orientées d'avantage vers la consommation que vers l'investissement nécessaire à la reconquête active du marché intérieur. Cela a d'autre part suscité un besoin de fonds accru pour l'investissement et les BESP.

Etant donné les caractéristiques des modes de financement des BESP qui permettent l'accompagnement monétaire et le programme de nationalisation, on comprend aisément la défiance internationale à propos du programme économique français. En 1980, l'équivalent de 978 millions de dollars était émis en franc français (FF) sur le marché international. Le premier trimestre 1981 a aussi connu les faveurs du marché puisque la France obtint de cette manière l'équivalent de 440 millions de dollars, toutefois l'arrivée au pouvoir de Mitterrand devait modifier l'attitude des agents puisque jusqu'à la fin de cette année personne n'a tenté l'aventure en FF. [\*27] Malgré une hausse vertigineuse des taux d'intérêt, le FF est demeuré insollicité et le ralignement au sein du SME devenait inévitable en octobre 1981.

La pression sur le FF se résorba un instant pour repartir de plus belle en mars 1982 lors des élections cantonales. Le gouvernement fut contraint d'intervenir massivement sur le marché, à raison, selon certaines sources, de \$ 500 millions journalièrement pendant 10 jours. [\*28]

L'analyse du Monde, bien que pro-gouvernemental, n'a pas cherché à dissimuler les causes réelles du problème du FF en disant que l'afflux de capitaux à court terme s'est heurté au mur d'une politique monétaire d'accompagnement et d'un déficit budgétaire grandissant. [\*29] Le gouvernement était alors confronté à un dilemme, puisqu'il créait de la monnaie, ce qui provoquait une fuite de capitaux et par conséquent une pression à la baisse du FF qui nécessitait un besoin accru de fonds pour défendre le FF. Un revirement de la politique monétaire, donc une hausse des taux d'intérêt, était difficilement compatible avec le programme de relance économique du président Mitterrand. F. Mitterrand lança plusieurs idées de réforme au plan international qui auraient eu pour résultat, avant tout, une amélioration de la situation française. C'est ainsi qu'il proposa la création d'une

protection contre les mouvements de capitaux, une sorte de barrière érigée autour de la Communauté européenne. A ces propositions indirectes de contrôle des capitaux, la France trouva un allié naturel avec l'Italie, mais l'Allemagne mit tout son poids pour s'opposer à de telles mesures.

Le gouvernement fut alors contraint de trouver une solution française aux problèmes français. Ce fut une modification du taux auquel les banques (nationalisées) pouvaient offrir leurs concours aux entreprises. Ainsi en mars 1982, les banques devaient payer à un taux de 18% des fonds qu'elles prêtaient aux entreprises à 14%. Dans cette pratique, le Financial Times a correctement reconnu une stratégie dangereuse à long terme. [\*30]

Le 12 juin, le FF fut une nouvelle fois dévalué, mais cette fois-ci le gouvernement s'est engagé dans un programme de rigueur qui fit énormément de bruit en France. [\*31] Son objectif premier visait une lutte contre l'inflation à l'aide d'un blocage temporaire des prix et salaires comme instrument principal.

Malgré toutes les bonnes intentions de la nouvelle équipe en place, la logique du système du contrôle des crédits, mis en vigueur par V. Giscard d'Estaing il y a 10 ans lorsqu'il était ministre des Finances, n'en est pas pour autant rétablie. En effet, les banques françaises doivent payer des pénalités lorsqu'elles dépassent leurs plafonds respectifs de crédit; mais d'un autre côté, le gouvernement les encourage fortement à effectuer des prêts aux entreprises afin de relancer l'économie par l'investissement. Selon le Financial Times, le Crédit Lyonnais aurait payé au cours du seul mois de juin 1982 30 millions de FF de pénalité et les autres grandes banques seraient dans la même position. [\*32]

Le comble de l'hypocrisie est atteint lorsque l'on sait que le dépassement des limites imposées au Crédit Lyonnais résulte du financement du système d'assurance chômage national, largement déficitaire, l'Unedic. Ainsi, aux yeux du monde, la politique budgétaire sauve les apparences qu'une étude plus approfondie découvre aisément.

En conclusion, on peut dire que le gouvernement français s'est vu dans l'incapacité de développer librement son programme politique en raison de l'interférence de la politique américaine. Il faut toutefois considérer que la France fait partie de la CEE et du SME, deux organisations qui lui donnent des droits, mais aussi des obligations, notamment celle de coordonner sa politique avec ses partenaires. Ainsi, si les objectifs français entraînent en contradiction flagrante avec les Etats-Unis, ils n'en étaient pas pour autant en parfaite harmonie avec l'Allemagne.

La France a opté pour une voie politique internationale et nationale responsable dès l'été 1982, mais la confiance perdue

par des excès dûs à l'euphorie de la victoire électorale sera longue à retrouver. En septembre, la France a emprunté 4 mrds de dollars sur le marché international des capitaux afin, dit le gouvernement, de soutenir la valeur du FF attaqué par le capitalisme international. Comme on l'a vu dans la première partie, il est abusif de clamer que le franc fait les frais d'une spéculation internationale. En réalité, on devrait parler de mouvement de diversification des portefeuilles et de substitution d'encaisse. De plus, lorsque l'on désire soutenir sa monnaie, on conclut un swap avec les autres banques centrales; mais lorsque le mal est structurel, on a besoin de fonds à long terme, (l'emprunt de \$ 4 mrds a une maturité de 10 ans) pour continuer de vivre au-dessus de ses moyens pendant le temps de l'ajustement. A deux maux deux remèdes, mais il semble que les politiciens français ne veulent pas l'admettre.

Lorsque j'écrivais le brouillon de cette partie, en automne 1982, j'avais conclu en disant : "Jusqu'ici la France a néanmoins su résister à la tentation d'entrer ouvertement dans une politique protectionniste, tant en ce qui concerne les flux réels que les flux financiers. Espérons que cela dure, car un tel mouvement risquerait de faire office de détonateur". La suite des événements a donné tort à mon optimisme, souhaitons qu'elle en fasse de même avec mon pessimisme...

### 3.2 Allemagne

L'Allemagne est peut-être le pays qui a accepté avec le plus d'enthousiasme le passage à une politique monétaire plus restrictive. Un taux d'inflation nettement plus bas que la moyenne de l'OCDE avait rendu le gouvernement Schmidt très critique de la politique menée avant le 6 octobre 1979. Toutefois, l'économie allemande (s'il en est une ?) n'était pas préparée à absorber les fluctuations en matière de taux d'intérêt et de taux de change que connut l'ère Volcker-Reagan. La hausse des taux américains les forcèrent de ralentir leur croissance monétaire et de relever à maintes reprises leur taux d'intervention afin de soutenir l'évolution du mark.

Malgré ces mesures traditionnelles de soutien, le mark a perdu 40% de sa valeur vis-à-vis du dollar au cours des trois premiers trimestres de l'année 1981, l'inflation s'est conséquemment vue renforcée de 10% et la récession s'est intensifiée. [\*33] Le coût des allocations de chômage et la diminution des rentrées fiscales suite au ralentissement économique ont poussé le déficit budgétaire de 1,8% du PNB en 1980 à 2,6% en 1981. [\*34] Pendant ce temps, les banques se souciaient de plus en plus du financement des BESP qui représentaient, au milieu de l'année 1981, deux tiers des besoins totaux (privés et publics). Dans son édition de l'automne 1981 de sa "Business Notes", la Commerzbank s'alarmait du fait que "l'industrie se trouvait désor-

mais bloquée dans sa stratégie à long terme par un phénomène d'éviction provoqué par les énormes besoins en capitaux des autorités publiques". [\*35]

Ces opérations de prêt au gouvernement offrent évidemment aux banques une garantie énorme, mais au prix d'un rendement assez faible; alors que les banques allemandes auraient grandement besoin d'augmenter leur taux de rentabilité en raison des problèmes rencontrés en Pologne et de la croissance de 24% du taux des faillites au cours des 8 premiers mois de l'année 1981. [\*35]

Au début de l'année 1982, la soudaine hausse du taux lombard ainsi que le besoin additionnel de 7 mrd\$ de marks pour le gouvernement qui avait sous-estimé ses besoins, ne fit qu'exacerber le problème déjà existant de liquidité. Il n'est ainsi pas surprenant que le Chancelier Schmidt ait sévèrement critiqué les Etats-Unis en février 1982 lorsqu'il se demandait pourquoi "l'économie la plus riche du monde était en même temps celle qui importait le plus de capitaux de l'étranger". [\*36] L'Allemagne avait un urgent besoin de liquidité, malgré le "Gentlemen's Agreement" conclu entre la Bundesbank et les banques privées afin de geler les prêts aux emprunteurs étrangers pendant le premier trimestre de l'année. [\*36]

Le commentaire de H. Schmidt de février 1982 était prononcé lorsque la scène économique allemande traversait une période particulièrement sinistre. Les taux d'intérêt à la hausse ne faisaient qu'aggraver le chômage et la récession qui dès lors affectait aussi le pays du "miracle" économique. Toutefois, une évolution favorable du compte courant, due essentiellement à la hausse du dollar, et une diminution des BEP permirent à la Bundesbank de diminuer ses taux d'intervention, et ainsi de se séparer de la trajectoire américaine.

La marge de manoeuvre laissée aux autorités monétaires est cependant très restreinte. En effet, elles doivent se méfier des phénomènes de substitution très fréquents entre le mark et le dollar qui amplifient chaque mouvement sur le marché des changes, mettant ainsi en danger l'existence du SME. En effet, un dollar fort renforce ironiquement le SME, puisqu'un DM bas ne peut développer des tensions perturbatrices au sein de l'arrangement monétaire européen avec les monnaies faibles, telles le FF et la lire italienne.

En conclusion, l'Allemagne a été moins affectée que la France par la politique monétaire américaine, en raison de la capacité de son économie à profiter du dollar faible pour exporter massivement, et ainsi réduire les inconvénients des taux d'intérêt trop élevés. En fait, l'Allemagne a d'avantage souffert politiquement et socialement de la politique extérieure américaine; notamment suite au problème du déploiement des euromissiles et des sanctions contre la Pologne.

En visionnaire de ce qui allait lui arriver, H. Schmidt disait en février déjà : "ce que je crains, c'est un désordre économique et social et par conséquent politique : une déstabilisation politique comme conséquence d'une déstabilisation économique". [35] Et comme l'a justement dit un commentateur de la scène politique allemande, il doit être difficile d'annoncer aux jeunes Allemands qu'ils chôment parce que les taux d'intérêt sont trop élevés aux Etats-Unis, sans exacerber leur anti-américanisme latent.

### 3.3 Royaume-Uni

S'il est un pays qui aurait dû être préparé aux effets de la Reaganomie, c'est bien le Royaume-Uni. En effet, Mme Thatcher avait en quelque sorte précédé M. Reagan en matière de politique économique, tant au niveau philosophique que technique. La livre sterling et les taux d'intérêt au Royaume-Uni avaient connu après 1979 la même évolution que connaissent actuellement les variables américaines. En fait, l'expérience Reagan réjouit peut-être les Britanniques qui voient ainsi une diminution de la pression catastrophique à la hausse sur la livre qui s'est reportée sur le billet vert. Toutefois, en ce qui concerne les taux d'intérêt, les critiques britanniques se joignent au courant européen. A la fin de l'année 1981, les taux d'intérêt réels avaient atteint un sommet que l'on n'avait plus pu observer depuis plus de 10 ans, avec un niveau égal à 4,5% (en 1980, ils avoisinaient encore les -10%).

Lorsque Mme Thatcher arriva au gouvernement, il faut avouer que l'économie était en fort mauvaise position, notamment en ce qui concerne les performances inflationnistes. L'allure plus restrictive de la nouvelle politique monétaire fit accroître rapidement les taux d'intérêt nominaux, causant ainsi un affaiblissement de l'économie, encore renforcé par la tendance à la hausse de la livre sterling consécutive aux découvertes de pétrole dans la mer du Nord. Les conséquences immédiates purent se mesurer par une diminution de 5% du PNB en 1980, soit une baisse plus importante qu'en 1931-32. L'afflux de capitaux internationaux ne réussit pas à lui seul à susciter l'investissement. Comme aux Etats-Unis, le recours à l'emprunt bancaire était avant tout destiné à des opérations de survie, plus qu'à des plans d'investissement stratégiques à long terme. Le secteur des biens d'exportations connut d'énormes problèmes et l'industrie manufacturière dans son ensemble afficha une baisse de 17%. Ces problèmes de liquidité poussèrent la croissance monétaire à 20% en 1980 et 1981, malgré l'objectif déclaré de 11%.

Contrairement aux Etats-Unis, les entreprises empruntent à court terme pour des raisons autres que le niveau élevé des taux d'intérêt et le cycle économique. Premièrement, les obligations anglaises ne connaissent pas la clause de remboursement anticipé,

qui peut être avantageusement utilisée si après un certain temps les conditions du marché évoluent favorablement. D'autre part, le mécanisme systématisé d'avances permanentes à découvert met constamment à disposition des entreprises des fonds à court terme. De plus, le marché est biaisé en faveur des obligations publiques; premièrement parce qu'une taxe de 1% est perçue sur les obligations privées tandis que celles du gouvernement sont exonérées et deuxièmement parce que le mode de contrôle monétaire britannique inclut les bons du Trésor à court terme dans la base monétaire. Ainsi, lorsque les autorités essaient d'atteindre des objectifs de croissance monétaire à court terme, elles émettent des obligations à plus longue échéance, provoquant par conséquent un effet d'éviction pour les émissions du secteur privé. [\*37]

Afin de compliquer les choses, les BSP ont cru plus que les estimations officielles ne l'avaient initialement prévu. Alors que les chiffres véritables montrent des BSP équivalents à 5,7% du PNB pour 1980-1981, les prévisions du "Budget Report" (le fameux livre rouge) étaient de 3,75%. C'est à partir de ces bases erronées que l'administration a projeté ses objectifs de croissance monétaire; elle entendait les respecter afin, selon le crédo monétariste, d'influencer positivement les anticipations rationnelles. Le réajustement constant de ces normes de croissance monétaire a au contraire, et logiquement, induit un courant d'anticipations inflationnistes qui empêcha Mme Thatcher de raccourcir la période d'ajustement structurel provoqué par sa stratégie économique.

1981 et 1982 auraient normalement dû se montrer plus clémentes pour le Royaume-Uni. Toutefois, le niveau élevé des taux d'intérêt américains n'était pas pour favoriser la croissance d'une économie déjà affaiblie par deux ans d'expérience monétariste. En fait, les taux d'intérêt réels ont augmenté d'environ 12% en 18 mois, tandis que l'inflation passait de 20 à 12%.

Pendant cette période, le niveau de vie ne diminuait que de 2% puisque les salaires ont à peu près suivi le rythme de l'inflation, et le PNB réel baissait de 3% de son niveau atteint en 1980. Ce sont les performances du secteur privé qui connurent la chute la plus spectaculaire et la plus régulière; depuis 1979, les entreprises non pétrolières ont montré une baisse constante de leurs taux de rentabilité. Dans son premier numéro 1982, la Bank of England Quarterly Review écrit que "la liquidité des entreprises s'est détériorée, étant donné que celles-ci ne pouvaient plus poursuivre leur politique de "déstockage". Elles sont ainsi contraintes à continuer d'emprunter massivement". Dans un passage consacré aux éventuelles répercussions des taux d'intérêt américains, le rapport ajoute : "Avec la reprise toujours très timide ces temps-ci, une quelconque hausse des taux d'intérêt augmenterait les problèmes des entreprises

et ainsi rendrait improbable les chances d'un retour à la croissance économique". [\*38]

L'analyse la plus remarquable de l'évolution économique britannique fut à mon avis celle de Samuel Brittan dans un article paru le 16 septembre 1982 dans le Financial Times. Je me permets de ne reporter que les graphes qui s'y rapportent car ils sont, à eux seuls, assez parlants (voir page suivante).

Pour conclure le cas britannique, je pense qu'il convient d'insister sur l'échec de la politique monétaire tentée par le gouvernement (au même titre d'ailleurs que les Etats-Unis). Plus que de son échec, c'est de son revirement qu'il faut se souvenir : le passage d'objectifs aveugles de croissance monétaire à une politique plus pragmatique, c'est-à-dire prenant aussi bien en compte l'évolution des taux d'intérêt que la valeur extérieure de la monnaie (même si officiellement Mme Thatcher dément ce revirement).

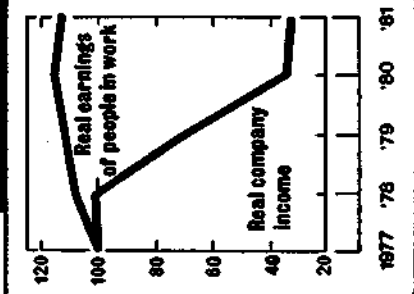
### 3.4 Japon

Le Japon semble être le pays le moins affecté par le "policy-mix" américain. L'accès aux capitaux n'est pas un problème au Japon où le taux d'escompte varie autour des 5% et où le contrôle strict du marché garantit l'accès à ceux qui en ont besoin. L'appréciation du dollar par rapport au yen, largement induite par le différentiel des taux d'intérêt, n'a fait qu'accentuer le surplus commercial japonais, déjà favorisé par un yen sous-évalué. C'est la raison pour laquelle, les pressions internationales se sont renforcées pour que le Japon modifie son "policy-mix", qui combine politique budgétaire restrictive et politique monétaire expansive (au contraire des Etats-Unis), afin de diriger le yen vers une valeur plus réaliste.

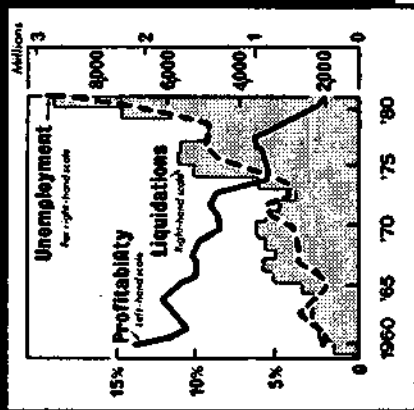
Le ralentissement de la croissance a contraint le gouvernement à stimuler son économie. Toutefois, les pressions extérieures l'empêchent de se concentrer uniquement sur une politique de relance par les exportations. C'est ainsi que les milieux officiels espèrent que la demande intérieure contribuera à elle seule à 80% de la croissance, ou en d'autres termes qu'elle augmente de 3,9% en 1982 alors qu'elle n'avait connu qu'une faible progression en 1981 et même une diminution de 0,6% en 1980. Les exportations ne devraient donc représenter que 20% de la croissance espérée et l'on attend qu'elles ne croissent que de 1%.

[\*39] En agissant de la sorte, les autorités espèrent éviter les plaintes, mais surtout les mesures de rétorsions internationales. Leur programme de croissance est essentiellement basé sur une politique monétaire plus souple, notamment à travers une augmentation des crédits à la consommation. En fait, cela ne serait pas un luxe, puisque seulement 2% des prêts bancaires sont attribués aux ménages.

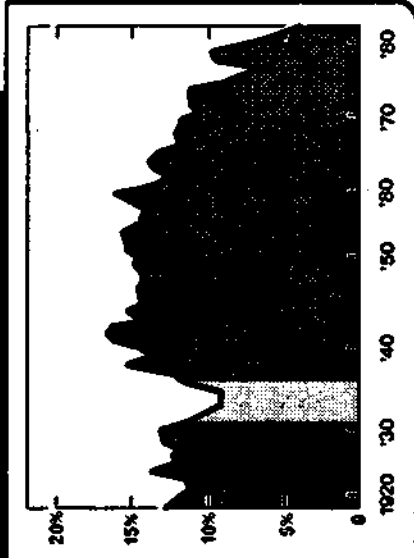
**A. Real Earnings and Real Company Income**



**B. Profitability, Liquidations and Unemployment**



**C. Profits as a Share of Domestic Income**



*Breane Redovic*

● Chart A: Real earnings—average earnings deflated by TPI. Real income—industrial and commercial companies excluding North Sea activities; gross trading profits plus rent less stock appreciation, capital consumption and taxes on income. Sources: CBI. ● Chart B: Replacement cost profitability excluding North Sea activities; UK unemployment, seasonally adjusted, excluding school leavers. ● Chart C: Industrial and commercial companies excluding North Sea gross trading profits, plus rent, net of stock appreciation and capital consumption at replacement cost. Sources: Bank of England.

Cependant, le niveau artificiellement bas des taux d'intérêt et la nouvelle loi sur "les taux de change et l'investissement" de décembre 1980 augmentent la pression à la baisse sur le yen. Le différentiel d'intérêt est tellement élevé que même si le dollar perdait 30% de sa valeur en 5 ans ou 53% en 10 ans, un investissement en monnaie américaine serait toujours préférable.

Dès la mise en vigueur de la nouvelle loi, les autorités japonaises ont dû faire face à une énorme sortie de fonds qui se sont naturellement essentiellement dirigés vers les entreprises américaines. En janvier et février 1982, elles empruntèrent environ 1,7 mrds de dollars sous la forme d'obligations entièrement remboursables à l'échéance ("zero coupon bonds"). [\*40] Les Japonais étaient particulièrement friands de ce type de placement puisqu'ils échappaient à l'impôt sur le rendement et que leur pays ne taxe pas les gains en capital.

Afin d'enrayer cette fuite de capitaux, à conséquence double, le ministre des Finances devait décider d'interdire aux citoyens japonais d'acquérir de tels titres et de remettre à une date non déterminée l'autorisation de vendre au Japon des certificats de dépôt ou autre papiers commerciaux émis à l'étranger. [\*40] Si on se souvient des recommandations du dernier "Rapport Economique du Président" (américain) concernant la tentative de séduction des fonds étrangers dans le but d'éviter l'éviction sur le marché intérieur, on comprend mieux et on justifie même le volte-face du gouvernement Suzuki.

Les Japonais ont imaginé un plan selon lequel les entreprises américaines pourraient emprunter des fonds sur le marché japonais, aux taux intérieurs très intéressants. Cette stratégie visant à calmer les alliés américains, masque en fait l'aspect mercantiliste de la politique japonaise qui espère ainsi être en mesure de camoufler le surplus commercial par un déficit de la balance des capitaux, tout en conservant un yen anormalement sous-évalué. En effet, si les entreprises américaines empruntent en yens, elles devront les convertir en dollars, ce qui accentuera d'autant l'avantage compétitif des produits nippons.

A la fin septembre 1982, le vice-ministre des Finances japonais, M. Watanabe, s'est plaint (?) de la fuite des capitaux (\$ 2 mrds par mois) qui affaiblissait le yen "bien au-dessous de sa valeur correspondant à la force de l'économie japonaise". [\*41] Il a dit que le gouvernement intervenait régulièrement sur le marché, jusqu'à concurrence de 7 à 800 millions de dollars par mois pour "montrer l'attitude du gouvernement favorable à un yen plus fort". L'honorable M. Watanabe se moque évidemment ouvertement des observateurs du marché par une telle remarque. Il s'est racheté en affirmant que "la seule manière de lutter efficacement contre les fluctuations excessives de change, serait une action concertée par plusieurs pays". Les économistes japo-

nais ont prouvé être des spécialistes éminents du fonctionnement du marché des changes. Toutefois, la politique gouvernementale ne les a jamais mis au service d'une cause autre que purement japonaise...

## CONCLUSIONS DE LA DEUXIEME PARTIE

Le moins que l'on puisse dire en matière de politique économique internationale, c'est que le principe de coordination nécessaire auquel nous étions parvenus dans la première partie, n'a pas été le principal souci des divers gouvernements. Au contraire, la politique des uns a souvent empêché la réalisation des objectifs des autres. Comme nous l'avons vu, les effets négatifs du "policy-mix" américain ont contaminé, à l'exception du Japon, tous les pays pris en considération. Il serait évidemment possible de soutenir la thèse que cette politique ne poursuivait que des objectifs internes, et que ses répercussions internationales sont autant malheureuses qu'involontaires. Toutefois, je conteste la vue selon laquelle les Etats-Unis sont à considérer comme une sorte d'éléphant désireux de remettre de l'ordre dans un magasin de porcelaine, mais que sa taille et sa maladresse lui feraient casser tout ce qu'il touche !

Si l'on en croit l'éditorial de The Economist du 27 février 1982, le Chancelier Schmidt, le gouvernement Suzuki et le gouvernement Spadolini sont les premiers à faire les frais de la stratégie économique du président Reagan : "Lorsque les tombes politiques seront dressées dans quelques années, certains gouvernements européens n'auront besoin que d'une épitaphe de 4 mots : MORTS POUR LA REAGANOMIE".

La stratégie de R. Reagan viserait donc à diminuer le rôle de l'Etat aux Etats-Unis et à renforcer l'influence internationale américaine à travers un affaiblissement économique des Alliés. Je n'irai pas si loin dans mon interprétation des faits et des intentions, mais il convient tout de même de contrer les discours insultants des officiels américains, qui affirment que leur politique économique ne déploie aucuns effets extérieurs en raison de la nature du système monétaire. On a vu que les effets de la politique monétaire américaine dépassent théoriquement et pratiquement, largement les frontières des Etats-Unis, mais que les éléments qui servent à déterminer la stratégie de croissance monétaire sont paradoxalement purement nationaux. Les économistes du gouvernement ignorent ainsi totalement les développements les plus récents de l'économie monétaire en économie ouverte, caractérisée par un degré d'intégration important et une mobilité croissante des capitaux. L'offre de dollars

ne satisfait simplement pas à la demande de dollars, et cette demande dépend de facteurs dépassant les frontières de l'économie américaine.

Cette idée d'indépendance remonte à la révolution nixonienne et n'a pas encore disparu des discours des hommes politiques et même de certains économistes. Cependant, les conclusions de la première partie ont assez longuement insisté sur le fait, que l'époque durant laquelle on était persuadé que le flottement des monnaies permettait aux différentes nations de mener une politique monétaire indépendante et efficace est bel et bien révolue, pour y revenir ici.

Les développements théoriques de la première partie nous auraient permis d'imaginer les répercussions internationales d'un mauvais "policy-mix" américain dans un monde occidental fortement intégré économiquement. Ils ne nous auraient toutefois pas permis d'imaginer que la conduite des affaires économiques américaines pourrait être si désastreuse. Que le 23 juillet 1982, le conseiller économique principal du président, Murray Weidenbaum, ait démissionné en raison de prévisions économiques trop optimistes (?!) de l'Administration qu'il ne désirait pas cautionner (4% de croissance réelle pour le deuxième semestre 1982), semble indiquer le "sérieux" des plans économiques de Ronald Reagan. La démission de M. Weidenbaum ne constitue pas une victoire d'un courant économique sur un autre, par exemple monétariste contre "supply-siders", mais plutôt un signe que les économistes se désolidarisent de l'inconséquence et de l'incohérence du programme économique de R. Reagan.

D'autres économistes de l'Administration ont démissionné avant M. Weidenbaum. Parmi eux, il y a un monétariste, Jerry Jordan du "Council of Economic Advisers"; deux "supply-siders" impénitents, Norman Ture, sous-secrétaire du Trésor pour les problèmes fiscaux et Paul Craig Roberts, assistant du secrétaire du Trésor pour les affaires économiques; et deux économistes internationaux plus traditionnels, Myer Rashish, sous-secrétaire d'Etat pour les affaires économiques et Bob Hormats, assistant du secrétaire d'Etat pour les affaires économiques.

Le but de la troisième partie consiste justement, dans un premier temps, à déterminer dans quelle mesure la science économique nous est d'une quelconque utilité pour définir une politique cohérente susceptible d'atteindre un objectif intérieur et extérieur de stabilité économique. Dans un second temps, nous verrons s'il est possible que les n pays atteignent simultanément cette notion d'équilibre et tracerons les voies et moyens pour y parvenir.

## **TROISIEME PARTIE**

### **Les aménagements**

## LA THEORIE DE L'EQUILIBRE MACROECONOMIQUE NATIONAL

1. Evolution de la théorie

C'est le Prix Nobel Jan Tinbergen qui fut le premier à énoncer en termes mathématiques la nature du problème auquel ont été confrontés les économistes modernes. [\*1] En fait, il n'a pas été le seul à penser que l'on devait disposer d'autant d'instruments indépendants qu'il y a d'objectifs à atteindre pour être en mesure de formuler une politique économique logique. La partie qui suit propose ainsi de passer en revue les différentes solutions que les économistes ont développées dans leurs tentatives de résoudre le problème posé.

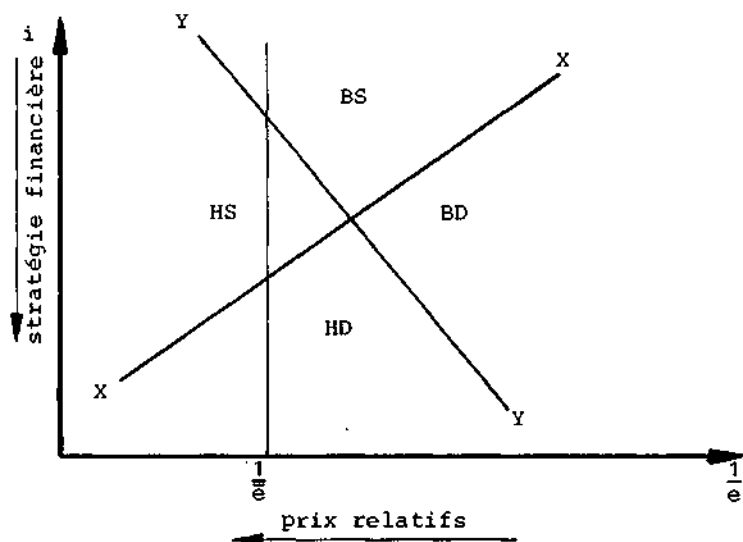
1.1 James Meade : première version

A la fin des années 40, James Meade, lui aussi Prix Nobel, a formulé avant la lettre et en d'autres termes la célèbre proposition de Tinbergen. Dans un ouvrage resté d'actualité, il contribua en effet énormément au développement de la théorie économique internationale, avec ses notions "d'équilibre interne et d'équilibre externe". [\*2] Pour atteindre ces deux objectifs, il proposait l'emploi de deux instruments :

1. La stratégie financière, qui en fait n'est rien d'autre que la combinaison des politiques budgétaire et monétaire traditionnelles.
2. La variation des prix relatifs qui peut être obtenue à travers une modification des taux de change nominaux, des prix domestiques ou encore des prix étrangers.

On peut ainsi aisément représenter ces principes à l'aide de la méthode graphique et ainsi déterminer un point d'équilibre interne et externe.

Sur le graphe de la page suivante, YY est une courbe sur laquelle l'équilibre interne est constamment réalisé. On peut par exemple exprimer cet objectif en terme de PNB à prix constants. Cette courbe a une pente négative puisqu'une appréciation de la monnaie entraîne un effet défavorable sur l'équilibre interne et doit être compensée par une politique financière plus expansionniste. La courbe XX représente quant à elle l'objectif d'équilibre externe et peut être exprimée en terme de balance cou-



- |                                     |                        |
|-------------------------------------|------------------------|
| i : taux d'intérêt nominal          | S : surplus extérieur  |
| e : taux de change effectif nominal | D : déficit extérieur  |
| $\bar{e}$ : parité fixée            | YY : équilibre interne |
| B : demande basse                   | XX : équilibre externe |
| H : demande haute                   |                        |

rante à prix constants. Sa pente est positive puisqu'une appréciation de la monnaie induit une détérioration de la balance courante et doit, par conséquent, être compensée par une politique financière plus restrictive.

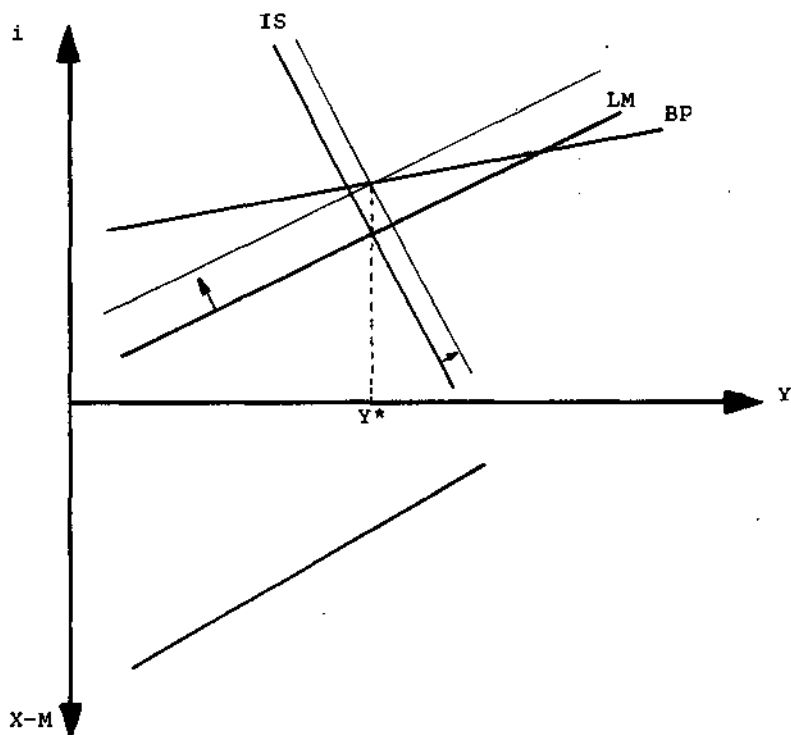
Le modèle à l'aide duquel est représentée l'approche de Meade se réduit à un univers à deux dimensions, le taux d'intérêt nominal et le taux de change nominal; une modification de la valeur d'autres variables se traduit par un déplacement des courbes. Ainsi par exemple, une augmentation du prix du pétrole entraîne, pour un pays importateur, un déplacement de XX vers l'ouest.

Meade était conscient de l'aspect artificiel de son approche, en raison notamment de la fixité du régime des changes ainsi que de la rigidité des salaires à la baisse. En suivant la terminologie de Tinbergen, le problème est alors insoluble puisque

nous ne disposons que d'un instrument, la stratégie financière, pour atteindre deux objectifs.

### 1.2 Le modèle de Mundell et Fleming

Au début des années 60. Mundell, Fleming et Johnson ont clos le débat, ou du moins c'est ce qu'ils pensaient. [\*3] Lorsque Meade, et Keynes aussi d'ailleurs, avaient écrit leurs théories, les mouvements de capitaux n'étaient que très peu développés et les flux monétaires à court terme quasiment inexistant. Toutefois, l'émergence grandissante de l'activité bancaire internationale devait modifier fondamentalement la nature des données du problème. C'est ainsi que Mundell, Fleming et Johnson pensèrent que la mobilité des capitaux à court terme résoudrait le problème de l'équilibre externe. En effet, grâce à la possibilité de créer des flux financiers compensatoires, la balance courante ne devrait plus être obligatoirement équilibrée.

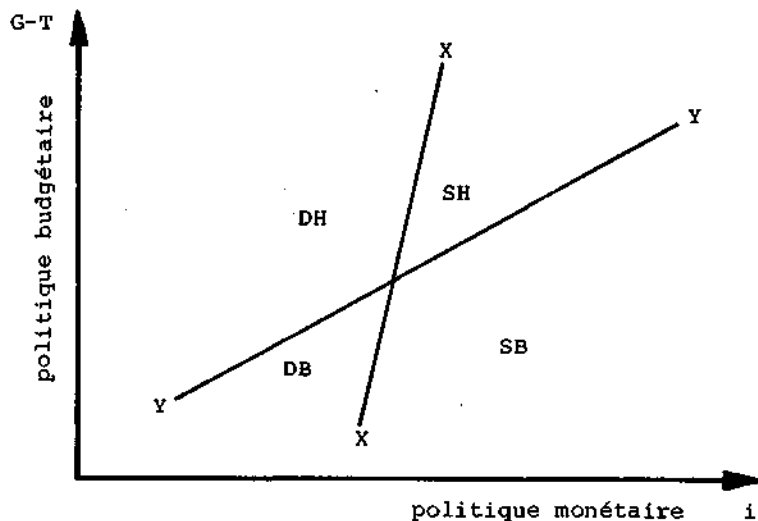


$Y^*$  : plein emploi    BP : équilibre de la balance des paiements

La représentation graphique de la page précédente, dans la tradition de Sir Hicks, montre dans sa partie inférieure, que la balance courante ne peut être modifiée par une modification des prix relatifs.

Meade considérait la politique monétaire et la politique budgétaire comme faisant partie d'un même instrument, la stratégie financière. L'innovation des années 60 consista à ne pas se préoccuper de l'incidence finale de ces deux politiques sur le revenu, mais à souligner leurs effets distincts sur les taux d'intérêt. En prenant l'exemple de la situation décrite par le graphe de la page précédente, il conviendrait de mettre en oeuvre une politique monétaire restrictive et une politique budgétaire expansionniste afin de susciter un afflux de capitaux qui équilibrerait la balance des paiements.

A partir de l'idée d'effets différenciés sur les taux d'intérêt des politiques monétaires et budgétaires, Mundell a construit le diagramme suivant.



G : dépenses publiques

G-T : déficit budgétaire

T : revenu fiscal

Une politique des taux d'intérêt aurait ainsi plus d'effets sur l'équilibre externe que sur l'équilibre interne en raison de la mobilité supposée parfaite et instantanée des flux de capitaux (cela explique les pentes différentes des courbes dessinées). Une autre manière de justifier les pentes consiste à dire que

la politique monétaire a des répercussions sur la balance courante et sur la balance des capitaux.

Cependant, cette approche fait l'hypothèse implicite d'un stock infini de capital, qui devrait répondre sans fin au différentiel des taux d'intérêt. En fait, le stock de capital est fini et son flux dépend de la variation du différentiel des taux plus que du différentiel lui-même. Si un pays désire conserver un flux positif de capitaux, il devra augmenter le différentiel des taux à chaque période afin de décider de nouveaux agents à modifier la composition de leurs portefeuilles. Une telle politique aura évidemment des répercussions négatives sur la croissance économique intérieure (c'est la raison pour laquelle les Etats-Unis ont raccourci la maturité des emprunts publics dans les années 60. Ce procédé avait l'avantage d'attirer des capitaux étrangers en évitant un ralentissement de l'investissement induit par une hausse des taux à long terme).

L'approche de Mundell et Fleming doit donc être rejetée totalement lorsqu'il s'agit de corriger un déséquilibre fondamental de la balance des paiements. De plus, ainsi que Wallace et Sargent l'ont démontré, il est fort probable que la politique monétaire et la politique budgétaire soient dépendantes l'une de l'autre. [\*4]

#### 1.2/1 Le modèle et le système monétaire

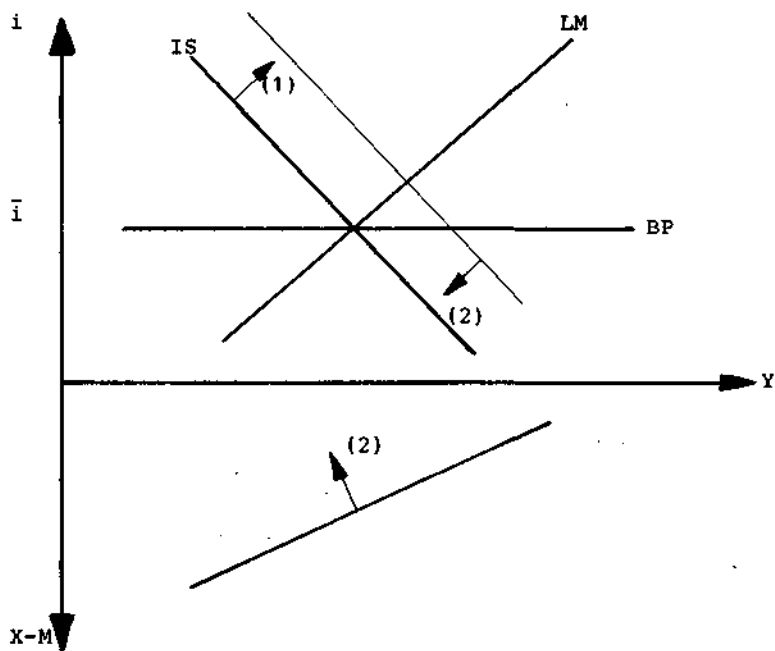
La contribution majeure de ces économistes fut de placer leur modèle de mobilité parfaite des capitaux alternativement dans des conditions de changes fixes et de changes flottants. Plutôt que de commenter exhaustivement le développement du modèle sous ses différentes hypothèses, on peut se contenter ici d'en rappeler uniquement les conclusions :

- a) La politique monétaire est inefficace en changes fixes.
- b) La politique budgétaire est inefficace en changes flottants.

Sur le graphe de la page suivante, il est possible de démontrer, par exemple, l'inefficacité de la politique budgétaire en changes flottants.

Dans un premier temps, la nouvelle politique provoque un afflux de capitaux suscitant une appréciation de la monnaie, ce qui dans un second temps détériore la balance commerciale et donc réduit le potentiel d'offre. L'effet total de cette politique budgétaire est par conséquent nul.

Une trop grande foi dans ce type de raisonnement erroné (indépendance de la politique budgétaire et de la politique monétaire) a été à la base des décisions politiques responsables de deux maux que connaissent actuellement nos économies :



1. une croyance aveugle au pouvoir et aux vertus de la gestion de la masse monétaire;
2. un renversement de la structure des taux d'intérêt, ce qui constitue le détonateur d'une potentielle explosion des taux. [\*5]

### 1.3 James Meade : une réinterprétation

Quelques années d'expériences du flottement des monnaies ont permis à beaucoup d'économistes et d'hommes politiques de se rendre compte que la politique monétaire en changes flottants ne constituait pas une panacée à tous les problèmes que rencontrent les économies occidentales. En qualité de citoyen helvétique, je ne citerai que l'exemple de la Banque Nationale Suisse qui, après une période d'enthousiasme effrayant pour la magie de la gestion de la masse monétaire, a opéré un revirement vers des positions plus pragmatiques, ainsi qu'en témoigne l'allocation de M. Fritz Leutwiler à l'assemblée générale des actionnaires en 1979 :

"La Banque Nationale a renoncé à fixer un tel objectif (crois-

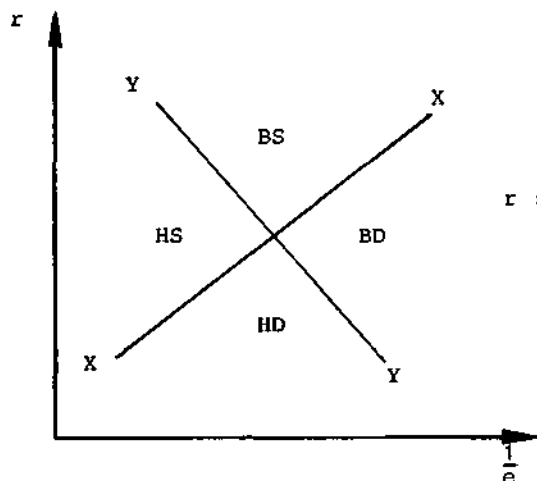
sance de la masse monétaire) pour l'année 1979. D'aucuns ont considéré cela comme un abandon du principe de la politique orientée sur la masse monétaire. Cette opinion est erronée.

Nous n'avons jamais été des monétaristes doctrinaires. Pour nous, comme pour de nombreuses autres banques centrales, il s'est agi uniquement d'utiliser dans le sens de la stabilité interne la possibilité de gérer la masse monétaire, offerte par le passage, en 1973, à des cours flottants". [\*6]

C'est en raison de cet heureux abandon de la doctrine que l'on s'est à nouveau intéressé à l'approche de Meade, mais en considérant les modifications les plus importantes intervenues sur la scène économique depuis les années 50 : période inflationniste, fluctuations des taux de change et leurs impacts sur les prix, et l'indexation généralisée des salaires. [\*7]

### 1.3/1 Taux d'intérêt réels

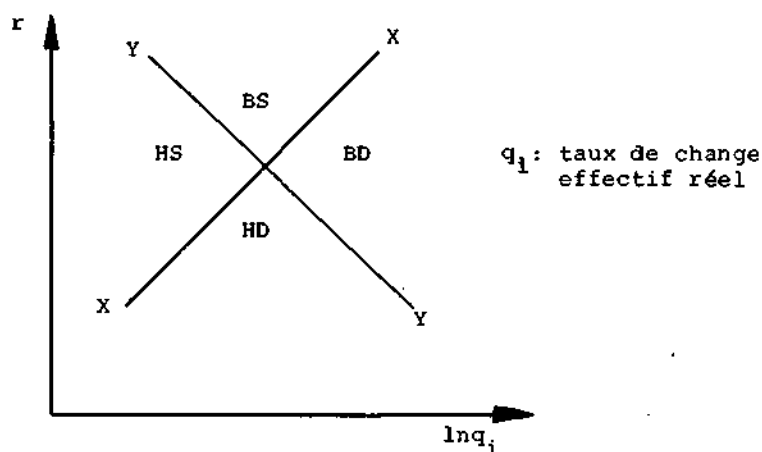
En raisonnant dans le cadre de réflexion défini par Meade en 1951, on s'est rendu compte que les taux d'intérêt nominaux ne constituaient plus aujourd'hui un indicateur fiable de l'orientation de la politique financière, et que de plus, les taux d'intérêt réels conditionnaient d'avantage le comportement économique des agents. On est donc en mesure de proposer la représentation graphique suivante.



r : taux d'intérêt réel

### 1.3/2 Taux de change effectif réel

Les théories de la détermination des taux de change (chapitre 2) nous ont appris qu'il pouvait y avoir une divergence entre l'évolution du taux de change effectif réel et l'évolution du taux de change effectif nominal. C'est la raison pour laquelle on peut améliorer le modèle inspiré par Meade en remplaçant le taux de change effectif nominal par la valeur réelle qui devient alors l'indicateur de la politique des prix relatifs.



Exprimé en fonction de la problématique de Tinbergen, le problème est alors résolu puisque nous disposons de deux instruments et de deux objectifs.

### 2. La définition du taux d'intérêt réel ou la mesure des anticipations

Avant même de parler de taux d'intérêt réels, il convient de déterminer quelle est la maturité la plus appropriée. Une telle question mériterait une étude sérieuse. Toutefois, il semble qu'étant donné l'importance politique de l'équilibre interne, les taux à long terme satisfont mieux aux exigences du modèle. Il reste alors à définir ce que sont les taux d'intérêt réels ?

Les manuels d'économie répondent facilement à cette question en donnant la définition d'Irving Fisher, selon laquelle le taux réel est égal au taux nominal diminué des anticipations inflationnistes. En fait, cette réponse ne nous satisfait pas puisqu'il n'est guère facile de mesurer ces anticipations. Les éco-

nomies occidentales ont connu jusque dans les années 60, des périodes dont la tendance était aisément reconnaissable. Cependant, dès le passage aux taux de change flottants, les fluctuations plus rapprochées et plus marquées ont compliqué une telle tâche. Ainsi, il semble qu'actuellement le taux d'inflation instantanée ne corresponde aucunement aux anticipations inflationnistes.

En réalité, la relation entre les taux d'intérêt et l'inflation n'a jamais été très précise, ainsi que le démontre Laurence Summers du MIT dans une étude pour le NBER. [\*8] Ses résultats démontrent "aucune tendance à la hausse des taux d'intérêt en réponse aux fluctuations inflationnistes pendant la période 1860-1940" et une relation "statistiquement insignifiante" pour la période après-guerre.

D'après Summers, Fisher ne croyait pas lui-même entièrement à sa théorie, puisque selon ses propres calculs, l'effet le plus important qu'il trouva était de 1 à 5; c'est-à-dire qu'une diminution de 5% de l'inflation engendrait une chute des taux d'intérêt de seulement 1%.

L'évolution actuelle renforce la théorie selon laquelle les anticipations inflationnistes dépendent plus de la cohérence à moyen terme de la politique économique du gouvernement que du vécu historique récent. Si l'on peut constater que la structure économique est composée d'agents formant leurs anticipations des deux manières, on doit néanmoins souligner que les milieux financiers se basent essentiellement sur le cours de la politique économique. Le pionnier de la théorie des anticipations, l'économiste monétariste Neil Wallace apporta son soutien à cette vue puisqu'il a dit : "Fisher avait tort. Les taux d'intérêt réels sont élevés parce que la politique monétaire est trop restrictive". [\*9]

Malheureusement, il n'existe, à part l'enquête, aucun autre moyen immédiat de mesurer les anticipations inflationnistes que de prendre comme approximation le taux d'inflation instantanée. Cependant, il ne faudrait pas oublier le caractère très approximatif de cet étalon.

### 3. Conclusions concernant la théorie de l'équilibre macroéconomique national

Une économiste, qui par ses publications a démontré se trouver au-dessus du débat dogmatique, s'est récemment exprimée au sujet du malaise actuel de la science économique. [\*10] Elle s'est demandée "si la plupart des économistes ne se reposent-ils pas à nouveau le vieux problème de Robert Mundell d'avoir un instrument manquant, bien que l'on soit désormais en taux de change flottants ? Est-ce que ce nouveau régime de change résoud le problème de la nécessité d'avoir autant d'instruments que d'ob-

jectifs, ainsi que le suggérait la littérature d'avant la révolution ?" Marina V. N. Whitman ne répond malheureusement pas à ces questions que l'on pourrait formuler différemment.

En considérant un univers gouverné par les taux de change réels et les taux d'intérêt réels, nous disposons bien de deux instruments pour atteindre les deux objectifs d'équilibre interne et externe. Cependant, c'est sur la nature et la définition du mot instrument qu'il convient de s'entendre. Jusqu'à présent, nombreux ont été les politiciens et les économistes qui, influencés par la diffusion d'une pensée keynésienne dénaturée, ont assimilé la conduite de l'économie à celle d'une voiture. Les instruments correspondent alors aux différentes pédales, au levier des vitesses ainsi qu'au volant. En réalité, les mécanismes économiques ne sont pas connus avec la même précision que la mécanique automobile et il est par conséquent présomptueux de parler d'instruments en matière de politique économique.

Cette confusion provient essentiellement de la théorie monétariste qui a détourné l'attention des objectifs finaux, ou essentiels, de l'économie sur des objectifs intermédiaires, tels que la croissance monétaire. Lorsque l'on presse sur l'accélérateur d'une voiture, les effets sont prévisibles, mais il n'en va pas de même avec l'accélérateur monétaire, ceci pour ne citer qu'un exemple. Le monétarisme nous a ainsi fait perdre de vue la notion de la finalité de la politique économique en soutenant l'hypothèse erronée que les mécanismes économiques qui lient les variables intermédiaires aux variables finales sont connus et maîtrisés.

Ainsi, lorsque l'on se réfère aux taux de change réels et aux taux d'intérêt réels, on devrait plutôt parler d'indicateurs de la politique économique permettant d'atteindre des objectifs finaux d'activité réelle de l'économie, que d'instruments. En posant le problème en ces termes, il est possible d'éviter le débat sans fin concernant la structure de l'économie et par conséquent d'épargner l'énergie que les économistes dépensent sans compter dans leurs querelles doctrinaires. (\*11)

Toutefois, il n'est guère facile de contrôler l'évolution des taux d'intérêt réels et des taux de change réels dans le système économique capitaliste moderne, caractérisé par l'indexation généralisée (empêchant d'atteindre l'équilibre interne) et l'interdépendance économique (compromettant l'équilibre externe). Laissant quelque peu de côté le problème des rigidités, nous allons tester empiriquement la qualité de ces deux indicateurs sur l'évolution récente des 5 pays de l'OCDE choisis. Cela nous permettra de déterminer, par un autre chemin, l'impact du niveau élevé des taux d'intérêt américains sur la politique économique intérieure d'un pays souverain.

TEST DE VALIDITE DE L'OUTIL THEORIQUE

---

1. Remarques préliminaires d'ordre technique

- Les chiffres qui ont servi à l'élaboration des graphes de l'annexe 5 sont issus de "World Financial Markets" de Morgan Guaranty Trust of New York et de "International Financial Statistics" du FMI.
- Les taux d'intérêt nominaux ont été déflatés par l'indice des prix à la consommation pour obtenir les taux d'intérêt réels. Les taux d'intérêt pris en considération se réfèrent au rendement des obligations d'Etat (5 ans ou plus). Toutefois, ces chiffres ne sont pas exactement comparables en raison de l'échéance ainsi que de la structure et du fonctionnement du marché qui peuvent varier d'un pays à l'autre. [\*1]
- Les taux de change et les taux d'intérêt sont des valeurs trimestrielles. L'étude débute le 1.1.1978 et finit le troisième trimestre 1981. [\*2]
- Le manque de données complique l'interprétation des graphes par le fait qu'il est impossible de tracer les lignes de régression représentant l'équilibre interne et l'équilibre externe, au sens du point 1.3/2 du chapitre précédent.

Cette complication a cependant l'avantage de nous obliger à considérer la dynamique des données. En prenant l'exemple du graphe 2, soit le cas du Royaume-Uni, on peut dire qu'un déplacement du Sud au Nord signifie une détérioration de l'équilibre interne (en supposant bien sûr une situation favorable au départ), tandis qu'un mouvement Est-Ouest entraîne une amélioration de la position extérieure.

Malgré son aspect complexe, cette méthode d'interprétation favorise la prise en compte de la dynamique des structures économiques, puisqu'elle évite de considérer comme rigide les courbes d'équilibre. [\*3]. En fait, comme nous l'avons vu précédemment, elles se déplacent au gré des modifications qui affectent l'économie, telles qu'une augmentation du prix du pétrole, une diminution de la consommation d'énergie, des modifications fiscales, des innovations financières, une baisse des coûts de production, etc.

- Les flèches sur les graphes 2 à 6 représentent l'orientation

que devraient suivre les politiques économiques en fonction de la logique du modèle.

## 2. Commentaire général

La première remarque d'ensemble que l'on peut faire au sujet des graphes 2 à 6 de l'annexe 5 concerne l'importance des variations, ou en d'autres termes l'échelle choisie. A l'aide de ce critère, la France et l'Allemagne se distinguent des autres pays par leurs relativement faibles variations. C'est la raison pour laquelle il est possible de penser que ces deux pays sont plus sensibles aux variations des variables prises en considération que les autres pays de l'OCDE; il convient toutefois de considérer l'appartenance de ces deux pays au SME, qui par nature requiert une certaine stabilité. Cela explique l'insistance des dirigeants français et allemands à propos de la coordination des politiques économiques et en matière de "désarmement des taux d'intérêt".

Dans un intéressant article étudiant la période 1972-1979, Rudiger Dornbusch parvenait à la conclusion que les politiques des taux d'intérêt des principaux pays industrialisés étaient orientées vers l'équilibre intérieur :

"Les politiques des taux d'intérêt n'étaient pas du tout destinées à équilibrer les balances courantes et à stabiliser les taux de change. Au contraire, des politiques des taux d'intérêt indépendantes ainsi que des surprises en matière de balance courante ont destabilisé le marché des changes, activé les flux de capitaux et suscité l'intervention des banques centrales... Les politiques des taux d'intérêt sont orientées vers l'équilibre intérieur, ce qui aggrave les conséquences des mouvements cycliques non-synchronisés de l'activité économique sur les taux de change et partant sur l'économie mondiale". [\*4]

La règle, ou le principe de comportement défini par R. Dornbusch n'est plus valide pour la période 1978-1981. Toutefois, le renversement observé résulte d'avantage d'une incohérence en matière de politique économique, plutôt que d'une quelconque stratégie. [\*5]

## 3. Commentaire par pays

### 3.1 Royaume-Uni

#### 3.1/1 L'équilibre intérieur

Si l'on prend comme indicateur de l'équilibre intérieur le PNB à prix constants ou la production industrielle, le graphe 2 de l'annexe 5 relate assez précisément l'évolution réelle. Le premier semestre 1978 a connu une amélioration des indicateurs qui se sont par la suite détériorés jusqu'au milieu de l'année 1979, période durant laquelle la tendance s'est brièvement renversée

en raison de l'euphorie post-électorale. Depuis lors, les points s'alignent assez régulièrement sur une courbe de déséquilibre interne.

En considérant un écart temporel d'environ 6 mois, on est en mesure d'affirmer que le taux d'intérêt réel et le taux de change effectif réel affectent l'équilibre intérieur de l'économie britannique.

### 3.1/2 L'équilibre extérieur

L'évolution de la balance courante correspond précisément aux variations du graphe 2 par rapport aux principes d'interprétation définis au début de ce chapitre. Le Royaume-Uni est passé d'une position de déficit à une position de surplus entre 1977 et 1978. La balance courante s'est ensuite graduellement détériorée jusqu'au premier trimestre 1981, période durant laquelle la tendance s'est renversée.

### 3.1/3 Perspectives

Ainsi qu'il est possible de le constater sur le graphe 2, le Royaume-Uni s'éloigne de l'équilibre intérieur tout en se rapprochant de l'équilibre extérieur. Les taux d'intérêt et le taux de change ont connu d'énormes fluctuations en raison de deux facteurs principaux : le pétrole de la mer du Nord et la modification des priorités de la politique monétaire.

#### a) Le pétrole de la mer du Nord

Le graphe 1 de l'annexe 5 montre l'extraordinaire évolution de la livre sterling consécutive à la découverte de pétrole en mer du Nord. Le cas britannique correspond ainsi parfaitement au phénomène de surréaction dont nous avons parlé dans la première partie. Il a par ailleurs été amplifié par les investissements étrangers en mer du Nord. [\*6]

#### b) La politique monétaire

Sir Geoffrey était l'un des auteurs du document stratégique publié en 1977, "The Right Approach to the Economy", dans lequel on pouvait lire : "La diffusion et l'explication d'objectifs de croissance monétaire peuvent exercer une influence positive cruciale sur la réduction des anticipations inflationnistes". Depuis l'accession du Gouvernement Thatcher au pouvoir, "sterling M3" a constitué la principale, pour ne pas dire l'unique préoccupation des autorités monétaires. En réalité, cette mesure n'a jamais été strictement observée et plus grave encore, les autorités ne lui ont pas substitué un quelconque objectif en matière de taux d'intérêt ou de taux de change. C'est la raison pour laquelle aucune mesure ne fut tentée pour corriger la tendance à la surévaluation de la livre sterling, par exemple par l'achat

d'actifs financiers étrangers ou par une augmentation de l'offre d'obligations nationales destinées aux investisseurs étrangers. Au vu de l'évolution économique britannique, il est possible de soutenir la thèse que le Royaume-Uni aurait gagné à devenir membre du SME dès sa création.

Bien que Mme Thatcher se défende d'avoir modifié les priorités "monétaristes" de sa politique économique, la Banque d'Angleterre poursuit depuis le premier trimestre 1982 une politique prenant en compte l'évolution des taux de change et des taux d'intérêt. Cette nouvelle orientation correspond à la logique de notre modèle théorique puisqu'elle va dans le sens de la flèche dessinée sur le graphe 2. Cependant, le fait de poursuivre des objectifs cohérents ne signifie pas obligatoirement que l'on utilise les moyens adéquats ou que l'on ait la possibilité de les atteindre (interférence de la politique économique américaine). Néanmoins, en raison de la tendance marquée à la réduction des BESE et la volonté de planifier une Stratégie Financière à Moyen Terme (la fameuse "Medium Term Financial Strategy"), les perspectives économiques britanniques ne sont pas les pires des pays industrialisés.

### 3.2 France

#### 3.2/1 L'équilibre intérieur

En prenant à nouveau le PNB à prix constants comme indicateur de l'équilibre intérieur, le graphe 3 de l'annexe 5 fait preuve d'une relativement bonne valeur explicative (en considérant aussi un écart temporel d'environ 6 mois). Cependant, la tendance que montre l'évolution du graphe devrait signifier une détérioration plus grave de l'équilibre intérieur que l'on ne l'a observée dans la réalité. Cela peut s'expliquer par la politique de "reconquête du marché intérieur" qui induit un biais dans le fonctionnement de nos indicateurs. Graphiquement, cela correspond à un déplacement parallèle vers le haut de notre hypothétique ligne d'équilibre intérieur.

#### 3.2/2 L'équilibre extérieur

Jusqu'au milieu de l'année 1979, la France a connu un excédent de balance courante. Le second choc pétrolier a provoqué un renversement de la tendance qui s'est encore détériorée depuis la venue des socialistes au pouvoir. En considérant que l'augmentation du prix du pétrole provoque un déplacement vers le haut et vers l'Ouest de la ligne d'équilibre extérieur, le graphe 3 décrit très bien la situation extérieure de l'économie française.

#### 3.2/3 Perspectives

Ce qui choque le plus dans l'analyse de l'évolution économique

française, c'est la valeur du taux de change effectif réel. En effet, ainsi que le montre le graphe 1, le franc français a perdu de sa valeur nominale tout en conservant une valeur réelle élevée. Ce phénomène a été favorisé par la reprise du dollar au détriment du mark allemand, ce qui a avantaé les monnaies faibles et constitué un facteur essentiel des relativement bonnes performances du début du SME. Toutefois, le mark n'a pas persisté dans ses accès de faiblesse, ce qui fut à la base des nombreux réalignements qu'a connus le SME depuis 1981.

Le niveau élevé du taux de change réel du franc français peut s'expliquer par deux facteurs distincts. Premièrement, la politique industrielle du tandem Barre-Giscard qui, surtout sur le plan énergétique, fut comparativement la meilleure des pays considérés. Deuxièmement, il convient de tenir compte des relativement mauvaises performances en matière d'inflation qui ne pouvaient, pour des raisons politiques, se refléter automatiquement et intégralement dans des modifications de parité au sein du SME.

Les graphes 1 et 3 nous permettent d'affirmer que la France doit diminuer la valeur de son taux de change réel en réduisant son taux d'inflation. Parallèlement, les autorités devraient veiller à faire baisser les taux d'intérêt. Ces recommandations présentent des aspects conflictuels lorsque l'on raisonne en économie de marché, puisqu'une diminution des taux d'intérêt a toutes les chances d'exercer un impact négatif sur les tendances inflationnistes. Toutefois, n'oublions pas que la France n'a, en matière monétaire, que fort peu de respect pour les mécanismes du marché et que le blocage temporaire des prix et salaires en a constitué une preuve supplémentaire. [\*7]

Un modèle économétrique a montré qu'une appréciation du dollar signifiait pour la France inflation et détérioration de la balance courante, tandis qu'une hausse du mark n'avait quasiment aucun effet sur les prix mais entraînait une amélioration de la balance commerciale. [\*8] Ceci explique la raison pour laquelle les Français réclament une réévaluation du mark supérieure à la dévaluation du franc lorsqu'il s'agit de réaligner les monnaies du SME.

En conclusion, on peut dire qu'il est très difficile d'évaluer l'impact des variations des valeurs réelles sur l'économie française en raison des nombreuses mesures introduisant des distorsions dans le fonctionnement des mécanismes économiques, telles que les subventions et les protections de toutes sortes.

### 3.3 Allemagne

#### 3.3/1 L'équilibre intérieur

En prenant le PNB à prix constants comme indicateur de l'équilibre interne, il convient d'imaginer une ligne d'équilibre quasi

horizontale entre 3 et 4% de taux d'intérêt pour que le graphe 4 soit explicatif de l'évolution économique allemande. Que ce pays soit sensible aux variations des taux d'intérêt n'est pas pour nous étonner, puisque les entreprises germaniques connaissent des ratios d'endettement fort élevés comparativement aux autres pays industrialisés. Une hausse des taux d'intérêt comprime les marges de profit et réduit d'autant le cash flow destiné à l'autofinancement.

### 3.3/2 L'équilibre extérieur

Afin d'interpréter correctement le graphe 4, il est nécessaire de se souvenir du second choc pétrolier qui a touché un pays grand consommateur d'énergie croyant pouvoir s'offrir le luxe de ne pas avoir de politique énergétique (au contraire de la France). C'est ainsi que le surplus de balance courante dégagé en 1978 et 1979 a été suivi d'un déficit, ce qui correspond à un brusque déplacement de notre courbe hypothétique vers le haut et vers l'Ouest.

### 3.3/3 Perspectives

Pour notre contexte, deux points sont essentiels à la compréhension de l'évolution économique allemande : la stratégie dite de la "locomotive" et l'évolution du mark.

#### a) La stratégie de la locomotive

Décidée au Sommet économique de Bonn de 1978, cette stratégie était en fait réclamée par les Américains depuis 1975 (avec le soutien des organisations internationales). Elle partait du principe que les pays en meilleure santé économique devaient stimuler la consommation et l'investissement afin que, via le multiplicateur international, l'ensemble des pays industrialisés profitent de la croissance ainsi générée. Les acteurs tout désignés de cette lutte à la stagnation étaient naturellement l'Allemagne et le Japon dont les balances courantes montraient des surplus insolents.

Toutefois, des études économétriques ont démontré que l'impact d'une telle expansion se répercutait différemment sur les balances courantes. [9] Selon le modèle de l'OCDE, l'expansion allemande suscite un effet négatif sur la balance courante deux fois plus important que pour le Japon, tandis que l'impact sur la croissance est le même. La différence résulte évidemment des élasticités à l'importation.

Ces remarques expliquent largement l'abandon de la théorie de la locomotive ainsi que les mauvaises performances de l'économie allemande. Intelligemment, (ou égoïstement ?) le Japon avait cessé cette pratique économique avant l'Allemagne, qui se voyait poussée dans son rôle par ses partenaires européens, avec les

conséquences négatives sur la balance courante et sur le mark que l'on a pu observer.

### b) L'évolution du mark

Il convient d'avouer que le graphe 1 de l'annexe 5 n'est guère explicite en ce qui concerne l'évolution de la monnaie allemande. Toutefois, en considérant une période plus longue, il est possible de constater que depuis 1979 le mark a quitté sa tendance pour s'orienter vers l'Ouest. [\*10] Ce mouvement peut s'expliquer par des causes structurelles et conjoncturelles. Les premières trouvent leurs racines dans le second choc pétrolier et l'absence de politique énergétique adéquate, tandis que les secondes se rapportent à un phénomène de diversification de portefeuilles favorable au dollar. Il est dès lors facile, à l'aide de la théorie de la courbe en J, d'expliquer les performances de la balance courante allemande au cours de ces dernières années. Cette partie n'offre que peu de place pour des considérations d'ordre politique, mais on peut toutefois penser que la crise financière polonaise a retardé et atténué l'appréciation de la monnaie allemande qui aurait dû connaître un mouvement inverse de diversification de portefeuilles avec le dollar.

L'Allemagne devrait donc entreprendre un programme économique visant à suivre les flèches dessinées sur le graphe 4. Cependant, il convient de se souvenir de l'influence américaine sur les taux d'intérêt ainsi que de l'appartenance au SME et les obligations en matière de taux de change qui en découlent.

## 3.4 Japon

### 3.4/1 L'équilibre intérieur

L'interprétation du cas japonais est de nature à créer des cauchemars aux économistes occidentaux. Le PNB à prix constants n'explique rien du tout puisqu'il n'a connu aucune variations substantielles depuis 1976. On peut seulement observer une légère diminution de sa croissance en 1979 et 1980, mais rien de plus. C'est la raison pour laquelle il convient de prendre l'indice de production manufacturière comme indicateur de l'équilibre intérieur. Ce choix est justifié par le fait que le Japon influence son économie à travers une politique industrielle très active qui affecte tant les stocks et les modes de production que les capacités d'utilisation de l'appareil productif. Toutefois, même en prenant cet indicateur, il est difficile de prétendre que les taux d'intérêt réels et le taux de change réel ont un impact marqué sur l'équilibre économique intérieur du Japon.

### 3.4/2 L'équilibre extérieur

Le graphe 5 est plus explicatif en ce qui concerne l'équilibre

extérieur. En effet, le passage d'un surplus de la balance courante en 1978 à un déficit en 1979 et 1980 peut facilement s'expliquer par un déplacement de notre ligne hypothétique vers le haut et vers l'Ouest, suite au second choc pétrolier. Le Japon, qui fut le pays initialement le plus affecté par la hausse du prix du pétrole, est certainement celui qui y a le mieux répondu. En effet, à la fin de l'année 1980, il avait déjà ajusté son économie aux énormes transferts de ressources réelles vers l'étranger. C'est à travers une diminution temporaire des salaires réels, lorsque la croissance du PNB réel avoisinait 4%, que le Japon a réussi à améliorer sa balance courante et à accroître l'investissement industriel intérieur. Les bonnes performances en matière de conservation énergétique sont évidemment allées dans le sens du redressement nippon.

### 3.4/3 Perspectives

Peu d'économistes se risquent à prévoir les développements d'une économie dans laquelle la logique de la théorie libérale traditionnelle n'a aucune prise. Toutefois, ce que l'on peut espérer, c'est que le yen prenne une valeur correspondant d'avantage aux performances de l'économie japonaise. En effet, la baisse de la monnaie consécutive au second choc pétrolier n'a pas été rattrapée en raison d'habiles manoeuvres artificielles des autorités monétaires. [\*11]

## 3.5 Les Etats-Unis

### 3.5/1 L'équilibre intérieur

Le graphe 6 de l'annexe 5 correspond assez précisément à l'évolution du PNB à prix constants ou à d'autres mesures de l'équilibre intérieur. Il montre la situation favorable créée par la politique de relance inflationniste du président Carter, puis les répercussions de la nouvelle orientation restrictive de la politique monétaire d'octobre 1979. Des chiffres plus récents (par exemple 1982) sortiraient inmanquablement du graphe en raison de la hausse extraordinaire des taux d'intérêt, donc s'éloigneraient de la courbe d'équilibre interne. Cela constitue une preuve supplémentaire, s'il en est besoin, que l'équilibre économique intérieur américain dépend énormément du niveau des taux d'intérêt.

### 3.5/2 L'équilibre extérieur

Le modèle offre également une bonne explication de l'évolution de l'équilibre extérieur des Etats-Unis, qui connaissent un déficit de la balance courante de 1978 à 1980 pour montrer un excédent le deuxième trimestre 1980. La correspondance avec le graphe est plus remarquable encore si l'on admet un déplacement vers le bas et vers l'Est de notre ligne hypothétique d'équilibre extérieur suite au second choc pétrolier.

### 3.5/3 Perspectives

Il est évident que la tendance à se déplacer vers le Nord qu'a connu l'économie américaine pendant la première moitié du mandat du président Reagan s'est reflétée dans une détérioration marquée de l'équilibre intérieur. Affirmer qu'une diminution des taux d'intérêt réels et du taux de change constituent des remèdes au mal américain, ne saurait aujourd'hui être une recommandation originale. Toutefois, c'est dans ce sens que doivent oeuvrer les politiques économiques, et on en a la confirmation à l'aide du graphe 1. En effet, il n'est pas possible de justifier le saut du dollar par une réelle amélioration des structures économiques américaines. Ainsi que nous l'avons vu en commentant le graphe allemand, on a assisté à un phénomène de diversification de portefeuilles au détriment du mark qui a provoqué une surréaction de la devise américaine.

Bien que l'évolution récente aille dans le sens souhaité, il convient de mettre un point d'interrogation sur l'évolution des taux d'intérêt (et par conséquent sur le taux de change) en raison de l'incertitude qui réside en matière des BESP créateurs de tensions sur le marché monétaire.

### 4. Remarques finales

Rappelons peut-être que le but de cette partie ne consistait pas à analyser précisément et à prévoir l'évolution future de telle ou telle économie, mais de tester un outil théorique. Nous sommes en mesure de dire que les deux variables prises en considération, taux d'intérêt réel et taux de change réel, constituent des indicateurs relativement fiables et devraient par conséquent représenter des objectifs en matière de politique économique.

Une telle recommandation ignore malheureusement la rigidité que connaissent la plupart des économies. Conscients de ce problème, les dirigeants des pays industrialisés ont tenté de retrouver une certaine flexibilité à la baisse, notamment en ce qui concerne les pratiques salariales. Trois méthodes distinctes ont été mises en oeuvre pour parvenir à cette fin :

1. Le monétarisme strict et brutal, tel qu'il a été pratiqué au Royaume-Uni, peut finalement créer un ralentissement suffisant pour calmer les revendications syndicales. L'exemple américain semble montrer un résultat plus brillant que le cas anglais, mais ceux-ci avaient le désavantage d'être des pionniers en la matière.
2. La recherche d'un consensus national à l'aide de différentes manières :
  - a) Un revirement politique à gauche, à la Française, afin de bénéficier de l'appui des syndicats.

- b) Le coup de force d'un gouvernement fragile. Ce fut le cas de l'Italie avec la suppression de la "scala mobile" ou le cas de l'Allemagne avec le désaccord sur le programme économique d'austérité des libéraux. L'absence d'une force politique dominante a signifié la chute des gouvernements dans les deux cas et risque d'empêcher la possibilité de mener une politique responsable à moyen terme.

3. Le maintien du consensus national, comme le Japon et dans une certaine mesure le cas helvétique.

Ces exemples montrent que la rigidité n'a pu être combattue par l'adoption des taux de change flottants et que la nécessité d'une véritable politique des revenus se fait une fois de plus sentir.

Les graphes 2 à 6 de l'annexe 5 sont unanimes dans leurs recommandations pour une baisse des taux d'intérêt réels. Si la symétrie existait en matière de relation économique internationale, les forces du marché auraient contraint les Etats-Unis à abaisser le niveau de leurs taux d'intérêt. Au contraire, l'intégration financière internationale dans sa forme actuelle oblige le reste du monde à calquer les variations américaines. Seule la tentative du mois de janvier 1982 de découplage des taux américains, entreprise par les banques centrales européennes, a montré un quelconque effet compensateur. Elle a toutefois été vivement critiquée par les observateurs monétaristes : résultant d'une décision politique (mais fondée sur l'analyse économique) elle ne correspondait pas au schéma de fonctionnement du marché parfait... [\*12]

## LES AMENAGEMENTS DU SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL

---

Les problèmes de gestion économique rencontrés par les pays occidentaux ne nous surprennent pas, puisque nous avons déjà diagnostiqué un cas d'instabilité chronique dans la première partie de ce travail. Comme nous l'avons déterminé, seules n-1 politiques de change peuvent être envisagées, en raison des caractéristiques du régime monétaire international entériné par les Accords de la Jamaïque en 1976. Toutefois, dans le but d'améliorer la gestion du système économique global, il est possible de considérer plusieurs solutions; solutions généralement plus politiques qu'économiques, d'une part par le fait que les économistes ont souvent dédaigné ce problème, et d'autre part parce que la meilleure solution économique dépend avant tout de ses répercussions politiques.

La littérature distingue quatre principes d'organisation de l'ordre monétaire international : l'automatisme, la supranationalité, l'hégémonie et la coordination.

### 1. Les différents principes d'organisation

#### 1.1 L'automatisme

L'automatisme, en tant que principe d'organisation de l'ordre monétaire international, définit un ensemble de règles auxquelles toutes les nations doivent se soumettre. Par ce biais, on cherche à réaliser la "logique" dont nous avons parlé dans la première partie, ou en d'autres termes à éviter que ne se produise une situation d'asymétrie.

La littérature économique envisage deux types de systèmes satisfaisant au principe d'automatisme : l'étalon-or et les taux de change flottants. [\*1] En fait, nous avons vu que le système de taux de change flottants n'évite aucunement le problème du degré de liberté et que par conséquent il correspond parfaitement au cas typique d'asymétrie. [\*2] Seul l'étalon-or garantit un système offrant des règles qui permettent une stabilité économique internationale dans le cadre du principe de symétrie.

#### 1.1/1 L'étalon-or

Depuis les années 60, nombreuses ont été les personnalités à

réclamer un retour à un système monétaire oeuvrant dans un contexte opérationnel mécanique, symétrique, et par conséquent passif.

C'est justement l'hypothèse de passivité qui coupe ce système de la réalité. En effet, comment peut-on imaginer qu'un pays souverain renoncera à employer ses instruments de politique macroéconomique pour suivre docilement les règles du jeu de l'étalon-or ? Cette approche, bien qu'intéressante à de multiples égards, fait preuve d'une naïveté politique qui la rend irréalisable.

A côté de cette objection de nature politique, il est possible de formuler les critiques économiques plus traditionnelles. Premièrement, on peut opposer à l'étalon-or un argument de coût comparatif. En réalité, il est ridicule de consacrer des ressources énormes à des activités minières peu confortables, alors qu'il est aisé de créer la liquidité internationale nécessaire au fonctionnement du système économique à l'aide d'un simple ordinateur de bureau. A cette remarque, les inconditionnels de l'or répondent que le métal jaune "sera toujours accepté en tant que dernier refuge monétaire", [\*3] ou alors que : "une monnaie issue d'une décision internationale (comme le DTS) ne constitue une solution qu'en période d'euphorie... On ne peut pas imaginer qu'une telle monnaie, par essence politique, puisse être considérée avec autant de fiabilité et de confiance que l'or". [\*4] Toutefois, ces arguments ne peuvent être retenus, puisqu'ils font abstraction totale de l'élément de coopération internationale, élément nécessaire à l'établissement et à la perpétuation d'un quelconque système monétaire digne de ce nom.

En second lieu, il est possible d'invoquer la nature aléatoire de la fonction d'offre d'or; à ce propos, R. Mundell a écrit que "l'offre et la demande sont sujettes aux mouvements spéculatifs, aux tensions politiques, aux troubles raciaux, aux vicissitudes de la découverte, au progrès technique, à la quantité finie de réserves orifères et aux politiques monopolistiques du cartel de l'or". [\*5]

La troisième critique économique concerne le problème de la fixation et du maintien du prix de l'or. D'une part, la création d'un tel système réunirait les conditions d'un conflit d'intérêts potentiel entre les nations ayant accumulé essentiellement de l'or et celles qui détiennent d'autres unités de réserves internationales; et d'autre part, il est fort probable qu'un gouvernement suffisamment puissant mette tout son poids économique et politique dans une manœuvre visant à modifier le prix international de l'or, lorsque la discipline imposée par les règles de fonctionnement automatiques du système deviendrait trop contraignante. [\*6]

Il y aurait encore de nombreuses critiques économiques à appor-

ter à l'étalon-or, mais puisque cela n'est pas le sujet de ce travail, il convient de ne citer que les principales. Ajoutons peut-être une dernière remarque, d'ordre politique cette fois. En considérant la carte de la localisation des gisements d'or, on peut se demander si les pays de l'OTAN accepteraient de dépendre, ne serait-ce que dans une certaine mesure, de la production orifère soviétique ou sud-africaine ?

Nous pouvons par conséquent affirmer qu'un retour à l'étalon-or éloignerait le système économique capitaliste d'un optimum économique, et de plus que ses chances de survie politique sont nulles.

## 1.2 La supranationalité

La supranationalité, en tant que principe d'organisation de l'ordre monétaire international, définit une adhésion collective aux décisions d'un organe supranational. La rationalité d'un tel principe se rapproche de l'automatisme, puisqu'il réduit les chances de conflit d'objectifs entre les différentes nations en diminuant précisément leurs champs d'action. Plus le pouvoir de cet organe supranational est grand, plus la condition de logique (non-rédundance) inhérente à la définition d'un système peut être approchée. A l'extrême, cet organe émet sa propre monnaie qui sert de numéraire de réserve internationale, et par conséquent le problème n-1 disparaît puisque l'on rajoute une monnaie.

Malheureusement, ce principe d'organisation court le risque de rencontrer les mêmes problèmes qui caractérisent l'automatisme. Si le droit de veto des membres de l'organisation monétaire internationale existe, il est fort probable que l'on se retrouve dans la situation actuelle. Si au contraire ce droit n'existe pas, l'organisation a toutes les chances d'éclater puisque certaines décisions de l'organe supranational iront inmanquablement à l'encontre des programmes politiques de certains pays membres. Ainsi, selon Erich Fromm cité par R. Triffin : "In individual as in social life, it is the logic of facts that determines reality, not the logic of wishful thinking". [\*7]

L'idée de la supranationalité n'est pas nouvelle, puisque Keynes l'avait déjà développée d'une manière précise à Bretton Woods. [\*8] Depuis lors, nombreux économistes ont tenté de proposer à nouveau ce principe d'organisation, mais cela serait faire preuve d'une énorme naïveté politique que de croire en la possibilité d'un réel pouvoir supranational, au sens où nous l'avons décrit plus haut.

## 1.3 L'hégémonie

L'hégémonie, en tant que principe d'organisation de l'ordre monétaire international, définit un système organisé autour d'un

pays unique, dont les responsabilités et les privilèges de leader sont largement reconnus et acceptés par les autres nations. Ce leader doit être suffisamment puissant pour imposer un ensemble de règles indiscutées. S'il adopte une politique extérieure n'entrant pas en conflit direct avec les politiques des n-1 pays, le problème de la redondance est résolu. En réalité, il est résolu pour autant que les n-1 pays acceptent un éventuel déficit de la balance des paiements ou le niveau de la valeur extérieure de la monnaie du n<sup>ième</sup> pays, c'est-à-dire les Etats-Unis dans le contexte historique actuel.

Il a fallu attendre 1966 pour que trois économistes de renom (évidemment de nationalité américaine) envisagent un système monétaire international basé sur le dollar, comme alternative nouvelle aux traditionnelles propositions que sont l'étalon-or, les taux de change flottants et la création d'une banque centrale à pouvoir supranational effectif. [\*9] En 1967, C. Kindleberger pensait qu'"un retour à l'or tel que le veulent les Français, l'adoption d'un nouveau numéraire proposée par Triffin ou un actif international autre que le dollar ou l'or envisagé par le Groupe des Dix ne constitueraient qu'un artifice, d'une efficacité inférieure à l'étalon-dollar". [\*10] Pour que C. Kindleberger ait raison, il faudrait que les Etats-Unis adoptent une politique extérieure passive et stabilisent leur économie interne. R. Mundell avait compris, il y a longtemps déjà, que cela constituait la seule solution susceptible de profiter à l'ensemble du système économique occidental :

"L'avantage de conserver l'économie américaine en perpétuel équilibre est non seulement grand pour les Etats-Unis, mais aussi pour le monde entier, que n'importe quel système international permettant la réalisation d'un tel équilibre, même... un étalon-dollar, devrait être considéré comme une solution bienvenue". [\*11]

En fait, tout se rapporte au problème de la redondance. Soit on crée un système de règles ou une autorité supranationale devant lesquels tous les pays sont semblables, soit on envisage un système asymétrique dans lequel le leader accepte de mener une politique extérieure passive et de stabiliser son économie interne.

Le principe de l'hégémonie est lié à l'idée que le monde a besoin d'un élément stabilisateur, ou en d'autres termes d'un fédérateur. Selon C. Kindleberger, "la leçon à retenir est que pour être stabilisée, l'économie mondiale a besoin d'un stabilisateur, d'un seul stabilisateur" et il conclut :

"Le leadership" a une connotation négative dans les années 70. Les accents de "der Führer" et "il Duce" restent en mémoire. Mais si le "leadership" consiste à l'approvisionnement du bien public de responsabilité, plutôt qu'à l'exploitation de ses ad-

ministrés ou à la jouissance du bien privé du prestige, cela reste une idée positive". [\*12]

La conclusion de C. Kindleberger repose sur deux hypothèses essentielles à la solidité d'un système basé sur l'étalon-dollar. Premièrement, le leader doit être responsable, dans le sens qu'il doit rechercher la stabilité interne; deuxièmement, il doit s'imposer comme leader légitime aux yeux du reste du monde, donc évacuer toute idée de spoliation.

### 1.3/1 L'hypothèse de responsabilité

Selon R. McKinnon, la responsabilité des Etats-Unis signifie qu'ils "auraient une obligation plus grande de conférer un caractère de stabilité à leurs politiques intérieures. Ils seraient en quelque sorte le volant de direction de l'économie mondiale. C'est la raison pour laquelle il est important qu'ils maintiennent la stabilité des prix des biens échangeables, de la même manière qu'ils évitent des fluctuations cycliques en matière de revenu et d'emploi". [\*13]

Malheureusement, l'histoire nous a montré que depuis le gouvernement Kennedy, les Etats-Unis ne se sont jamais comportés d'une manière responsable en ce qui concerne leur "policy-mix". En effet, les administrations successives ne se sont pas distinguées par leurs politiques de continuité visant à l'équilibre intérieur... Les revirements de la politique américaine ont perturbé la stabilité du système international, empêchant ainsi les n-1 pays de poursuivre leurs objectifs d'équilibre économique interne et externe.

On peut donc prétendre que les héritiers politiques de Dean Acheson ont perdu ce sens de responsabilité pour l'ensemble du système capitaliste, qui précisément avait constitué l'élément moteur du miracle de l'après-guerre. Il est évident que le pouvoir peut corrompre, et à ce propos David Calleo a écrit qu'il "est improbable que finalement on n'abuse pas de l'hégémonie monétaire". [\*14] Dans une même veine, C. Kindleberger a dit : "Le despotisme éclairé est la meilleure forme de gouvernement.. La difficulté... consiste à le garder éclairé". [\*15]

C'est ainsi que plusieurs propositions sont allées dans le sens d'une surveillance plus stricte de la politique américaine, afin que celle-ci demeure plus responsable. C. Kindleberger a par exemple envisagé que des non-Américains soient membres à part entière du "Board" de la Réserve Fédérale. [\*16] R. Mundell voyait plutôt un contrôle indirect de la part du FMI ou du Groupe des Dix, qui le cas échéant pourraient intervenir afin de modifier la politique du Fed. [\*17]

Bien qu'envisageables d'un point de vue strictement économique, ces idées doivent être rejetées en raison de leur absence de signification politique. Ceci nous fait passer à l'hypothèse

suiivante.

### 1.3/2 L'hypothèse de légitimité

Même en supposant que l'hypothèse de responsabilité soit objectivement confirmée, il est fort probable que la situation hégémonique suscite chez les n-1 pays des sentiments de discrimination ou d'exploitation. On peut en effet très bien imaginer un système stable, dans lequel certaines parties contestent la répartition du bien-être économique. Ainsi, comme R. McKinnon, il est des partisans de la solution hégémonique qui admettent l'existence d'un conflit potentiel : "l'asymétrie résultant des arrangements monétaires internationaux rencontrera toujours l'objection de certains". [\*18]

Il n'est pas rare que la critique de l'asymétrie trouve ses fondements dans les critères plus idéologiques que purement économiques. Cela est spécialement vrai des marxistes, pour qui l'étalon-dollar ne constitue qu'une manifestation supplémentaire de l'exploitation capitaliste reflétant "la puissance de l'impérialisme américain à l'intérieur du système capitaliste". [\*19] Cependant, l'hégémonie en tant que principe d'organisation a soulevé d'autres critiques que celles dictées par le motif idéologique.

Premièrement, le prestige politique à être le banquier mondial n'est pas envisagé de la même manière par tous les pays. Les Allemands et les Japonais ne se sentent finalement pas concernés pas un tel prestige, au contraire des Français et des Britanniques. [\*20]

Deuxièmement, la notion de passivité en matière de politique extérieure du nième pays est difficilement mesurable. Certains pays soutiendront par exemple que l'engagement américain au Vietnam constituait une politique passive puisqu'elle visait avant tout à sauver un rapport de force, ou un équilibre préexistant. Alors que d'autres...

Troisièmement, et c'est peut-être l'élément fondamental, les n-1 pays risquent, à un moment ou à un autre, de contester les avantages économiques principaux issus de la position du nième pays. C'est-à-dire l'absence de coûts d'ajustement relatif à un déséquilibre extérieur et les bénéfices tirés du seigneurage international. En effet, dans un système où le dollar constitue le numéraire principal de réserve internationale, il est fort probable que l'absence de concurrence encourage les Américains à rémunérer les dollars en main des banques centrales étrangères à un taux plus bas que l'optimum défini par M. Friedman, créant ainsi les conditions d'un seigneurage exorbitant. [\*21]

En général, les partisans de l'étalon-dollar sont tous de nationalité américaine, et leurs adversaires ne s'en étonnent pas. C. Kindleberger constitue néanmoins une exception : "Aux Etats-

unis, les considérations de prestige sont en général essentielles en matière de réforme monétaire internationale. La raison pour laquelle je propose l'étalon-dollar est l'efficacité, toutefois, je suspecte que la majorité des Américains ayant la même opinion poursuivent un but de prestige". [\*22] Susan Strange se montre plus directe face aux critiques américaines, puisque selon elle, "leur rôle monétaire les pousse naturellement à penser que tous ceux qui ne partagent pas leur cause font preuve, en quelques sortes, de délinquance morale ou de déficience mentale". [\*23]

En tant que métaphore du système politique, le système monétaire reflète la distribution du pouvoir politique. A la création de Bretton Woods, l'asymétrie politique s'est naturellement traduite en hégémonie monétaire américaine. Toutefois, les Etats-Unis n'ont pas conservé la prédominance artificielle qu'ils avaient au lendemain de la seconde guerre mondiale. Le Japon et l'Europe ont ainsi retrouvé la place qui leur convenait, mais malheureusement le système monétaire n'a pas su évoluer parallèlement au système politique. Cette divergence a provoqué le conflit monétaire des années 60, qui, bien qu'ayant éclaté ouvertement en 1971, se perpétue encore aujourd'hui d'une manière peut-être plus subtile, mais non moins virulente.

Ceci nous amène à poser la question suivante : un système monétaire n'est-il viable que s'il est parfaitement symétrique, ou quel est le degré optimal d'asymétrie ?

### 1.3/3 L'asymétrie

En réalité, le concept de symétrie repose sur des bases sociologiques qui s'éloignent de la sphère purement économique. Lorsque C. Kindleberger affirme "symmetry is not the way of the world", il base son opinion sur une perception spencérienne du monde, qui bien évidemment n'est pas acceptée de chacun. [\*24] Plusieurs auteurs se sont inspirés de l'approche sociologique pour aborder l'évolution du système monétaire international, et ils ont en général soutenu la thèse que d'une part l'asymétrie (ou l'hégémonie) constituait une condition nécessaire à la croissance, et que d'autre part le concept de symétrie pure n'existait jamais en réalité. [\*25]

C. Kindleberger a qualifié cette conclusion de "scientifique et cynique". [\*26] Elle est scientifique puisqu'elle découle d'une approche positive et cynique puisque ce principe d'organisation de l'ordre monétaire international est sujet à l'entropie. L'auteur souligne par exemple que la dépression de 1929 à 1939 peut être expliquée par le déclin de la position anglaise et le refus américain d'accepter le rôle de leader du système. En ce qui concerne l'entropie, C. Kindleberger pense qu'elle résulte de l'existence grandissante de cavaliers libres (comme la Suisse) qui vont inmanquablement affaiblir la position du leader.

Ainsi selon lui, on assisterait actuellement à l'effondrement du système hégémonique américain, sans pour autant, ce qui est plus grave, voir l'émergence d'une nouvelle puissance. [\*27]

L'histoire récente nous montre toutefois l'apparition de nouvelles monnaies au plan international, ce qui d'une part déstabilise le système en raison des mouvements de portefeuilles et d'autre part modifie la nature du problème. En effet, on peut dès lors parler de système d'étalon-"Jeurodollar", en reprenant les termes de R. Mundell. [\*28] A ce propos, il convient de mentionner que quelques auteurs, dont R. McKinnon et R. Cooper, ont proposé un système monétaire basé sur les trois monnaies les plus importantes du monde occidental : le dollar, le deutschmark et le yen. [\*29] Ce mode d'organisation du système monétaire nous amène au principe suivant, celui de la coordination.

#### 1.4 La coordination

La coordination, en tant que principe d'organisation de l'ordre monétaire international, définit un système dans lequel la responsabilité et le pouvoir décisionnel sont répartis entre les n pays.

Ce principe n'a jamais connu les faveurs des économistes, parce qu'il signifie un système monétaire international ne fonctionnant pas selon des règles mécaniques, qui généralement sont appréciées des économistes. Comme nous l'avons vu dans le deuxième chapitre, nous vivons dans un ordre monétaire surabondant, c'est-à-dire qui ne connaît pas de solution unique; d'où la nécessité de coordonner les politiques économiques des n pays.

Coordination, coopération ou concertation représentent des concepts derrière lesquels se cache la réalité des difficiles négociations internationales. Un système pluraliste intégré internationalement devrait donc être soumis à une assemblée composée des n pays, pour que sa logique en soit respectée. Le mot "intégré" limite déjà le nombre n aux pays disposant d'une monnaie convertible de facto, et lorsque l'on se tourne vers les problèmes que rencontre un système monétaire de ce type, essentiellement la liquidité, la quantité de pays à prendre en considération diminue encore. Fred Bergsten, par exemple, considérerait que deux pays, les Etats-Unis et l'Allemagne, pourraient facilement à eux seuls gouverner le système monétaire international et assurer la responsabilité qui leur incombe. [\*30] R. McKinnon a quant à lui proposé un même système dans lequel les Etats-Unis, l'Allemagne et le Japon détermineraient un objectif de croissance monétaire globale et concluraient entre eux des swaps pour contrer les mouvements perturbateurs de diversification de portefeuille. [\*31]

En 1979, Paul Volcker se félicitait de la pratique des Sommets Economiques, qui selon lui permettrait de résoudre le problème

n-1. [\*32] On peut comprendre son enthousiasme, puisqu'ayant débuté en 1975 à Rambouillet, ces Sommets avaient connu des débuts difficiles où le discours politique était roi, pour devenir de réelles rencontres de travail permettant d'élaborer des stratégies économiques communes : la théorie de la locomotive, puis la décision de faire supporter au consommateur la nouvelle hausse du prix du pétrole. Malheureusement, les espoirs que l'on aurait pu placer dans ces Sommets se sont éteints à Ottawa en 1981 et ont été enterrés, avec les honneurs, après la farce de Versailles en 1982.

A Versailles, on a discuté des vrais problèmes, mais en de faux termes. S'il est vrai que tout doit être tenté en matière de stabilité des taux de change, le Comité qui a été formé pour en débattre a fait fausse route dès le début. Preuve en est la liste des questions qu'il envisage de traiter :

- \*1. Has intervention reduced day to day exchange rate variability ?
2. Has intervention reduced week to week or month to month exchange rate variability ?
3. Has intervention moderated longer-term swings in exchange rates ?
4. Have so-called "bandwagon" or overshooting effects been present in the exchange markets, and has intervention served to moderate or prevent them ?
5. Over what time period have the effects of intervention persisted ?
6. How has intervention affected economic variables other than the exchange rate, for example the monetary base and interest rates ?
7. Has intervention affected the structure, size and functioning of exchange and other financial markets ?
8. How has intervention affected the profits of monetary authorities ?
9. What have been the favourable and unfavourable effects of intervention on the formulation and execution of other economic policies ?
10. Have the various effects of intervention depended on the techniques of intervention ?" [\*33]

## 2. Conclusions concernant le système monétaire international

Ainsi que nous l'avons expérimenté au cours de ces dernières années, les taux de change ont fait preuve d'une instabilité dévastatrice. La première partie de ce travail était d'ailleurs parvenue à la conclusion que de tels phénomènes sont inhérents

à l'organisation du régime monétaire actuel.

Le début de ce chapitre a passé en revue les 4 principes qui pourraient permettre d'améliorer l'organisation des relations monétaires internationales : l'automatisme, la supranationalité, l'hégémonie et la coordination. Toutes ces propositions contiennent des éléments intéressants, mais aucune d'entre elles ne s'impose véritablement. Comme nous l'avons vu dans la première partie, les Etats-Unis jouent un rôle essentiel dans le système économique du monde occidental; il convient de conserver cette donnée dans nos hypothèses de départ, afin de concevoir un aménagement qui soit politiquement réalisable. Il est en effet illusoire de penser que les Américains renonceraient à l'arme monétaire; mais ce que l'on peut espérer, c'est une meilleure circulation de l'information qui devrait permettre une relative harmonisation des politiques économiques des n pays et ainsi une utilisation optimale des ressources physiques et intellectuelles, limitées par définition.

C'est la raison pour laquelle je propose d'employer le terme de négociation plutôt que de coordination. En effet, dans coordination on voit une tendance à l'uniformisation des politiques économiques, tandis que négociation fait penser aux objectifs et non aux moyens de les atteindre, qui restent du ressort des entités politiques nationales.

Il est aberrant que tous les participants au flottement n'aient pas un objectif de change déclaré, et plus ridicule encore que le FMI ne publie pas une liste de taux d'équilibre, alors que depuis les accords de la Jamaïque, le Fonds a la tâche de surveiller le fonctionnement du marché des changes. [\*34]

Cependant, nous avons vu dans le chapitre 2 que la détermination précise d'un taux de change d'équilibre n'est guère facile et même quasiment impossible. Par contre, on peut aisément définir une zone d'équilibre et c'est à travers une telle procédure que je vois l'application des deux premiers principes d'organisation, l'automatisme et la supranationalité. En effet, tous les pays négocieraient périodiquement au sein du FMI des zones d'équilibre de change. Il serait toutefois possible d'envisager la convocation de réunions extraordinaires en raison d'événements imprévisibles modifiant considérablement la structure économique internationale car, à une structure économique internationale doit correspondre une structure internationale des taux de change.

Lors de ces réunions, chaque pays exposerait son programme économique, ou plus spécifiquement les éléments pouvant influencer directement ou indirectement son taux de change. J'insiste sur le fait que l'on ne discuterait pas les options politiques des différentes nations. Ainsi, en fonction de toutes ces informations, on pourrait négocier une structure internationale des

taux de change. Il faut bien parler de négociation, car il est vraisemblable que l'on rencontre des divergences en matière d'évaluation des effets sur le taux de change d'une quelconque politique économique. Par exemple, prenons le cas de la France qui déciderait de financer une plus grande partie de son budget par la création monétaire. Les négociateurs s'entendraient certainement sur le signe de l'influence de la nouvelle orientation, mais ils divergeraient en ce qui concerne son ampleur. Les Allemands et les Américains verraient à coup sûr un impact plus grand sur la valeur du franc que les Français eux-mêmes.

En fait, je pense que la négociation de ces taux de change de référence aboutirait, puisqu'elle aurait les répercussions limitées suivantes : [\*35]

- si un pays intervient sur le marché des changes, il s'engage à ne le faire que dans le but de se rapprocher du taux de référence, non de s'en éloigner. Il est bien entendu que chaque pays est libre d'intervenir ou de ne pas intervenir;
- un pays s'engage à ne pas modifier délibérément une politique économique (autre que l'intervention directe sur le marché des changes) qui ferait diverger la monnaie de son taux de référence.

Cette proposition a l'avantage de laisser le libre choix aux différents pays souverains en matière de politique économique et d'éviter le délicat problème de l'efficacité réelle de l'intervention.

## 2.1 L'intervention

Il n'est pas possible de développer ici le thème de l'intervention, mais seulement de rappeler les éléments essentiels du débat qu'il a suscité et qu'il suscite toujours.

En schématisant quelque peu, nous avons d'un côté les monétaristes qui s'opposent totalement, pour des raisons essentiellement philosophiques, à une intervention sur un marché des changes parfait, et de l'autre les économistes pragmatiques qui pensent qu'il est du devoir des autorités de contrer les forces qui poussent le taux du marché à des valeurs incompatibles avec la notion d'équilibre macroéconomique. B. Sprinkel fait évidemment partie du premier camp, car selon lui, "c'est risquer l'argent des contribuables que de se lancer dans des opérations donquichottesques (tilting at windmills) qui ont toutes les chances de s'avérer inutiles. ... le problème principal de l'intervention consiste au fait que c'est le comble de l'arrogance de prétendre connaître mieux que le marché la valeur d'équilibre d'une monnaie". [\*36] Un économiste modéré de renommée internationale, Richard Cooper, avait répondu à ce type de remarque, que "nous ne savons pas, pour une période donnée, quel est le taux de change d'équilibre, mais nous pouvons dire que le "marché" n'en

sait rien non plus". [\*37]

D'autres économistes "au-dessus de tout soupçon" ont approfondi la question de l'intervention, dont on peut légitimement relativiser la valeur en raison de notre méconnaissance des mécanismes affectant les mouvements de diversification de portefeuille. [\*38] C'est pour cette raison d'ailleurs que l'on peut considérer que le principe d'intervention systématique, qui avait suivi Rambouillet (1975), était susceptible de faire diverger les taux de leur valeur d'équilibre et de favoriser la spéculation. Friedrich Menzel, de Citibank à Francfort, a fait à ce propos la déclaration révélatrice suivante : "Après les accords de Rambouillet, le marché a développé l'idée que si, entre la fermeture de la bourse et son ouverture il y avait une modification de 1% dans les taux des monnaies principales, le Fed interviendrait le jour suivant. Actuellement, nous observons des mouvements qui dépassent 4% sans pour autant voir le Fed intervenir". [\*39]

## 2.2 Les taux de référence

Cette parenthèse sur l'intervention nous permet d'apprécier d'autant plus la proposition du taux de référence. La détermination et la publication de ces taux auraient en outre deux avantages supplémentaires :

- a) influence positive sur le marché,
- b) réduction des opportunités de politique mercantiliste.

a) Comme nous l'avons vu dans le chapitre 2 (notamment l'approche psychologico-spéculative), les taux de change sont influencés par les rumeurs, les informations officielles, quasi officielles ou de "source officielle". La publication de taux de référence aurait l'avantage d'une part de diminuer l'ampleur de ces rumeurs et d'autre part de décourager les autorités de se lancer dans une politique propagandiste.

b) Bien qu'il n'existerait aucun moyen de contraindre un pays à modifier sa politique économique ou à intervenir sur le marché des changes lorsque la divergence entre le taux du marché et le taux de référence deviendrait par trop importante, on peut penser que toutes sortes de pressions, intérieures et extérieures, pousseraient le pays en question dans une voie plus raisonnable.

Peter Kenen voit lui aussi dans cette solution un moyen d'atténuer l'asymétrie du régime de change actuel : "Les propositions de réforme visant à réglementer le flottement qui ne comprendraient pas de procédures de définitions d'objectifs de taux de change ou de zones de change, n'auraient aucune valeur puisque le problème du même pays ne serait pas résolu". [\*40]

Un système monétaire basé sur ce principe a l'avantage de refléter la structure politique internationale à travers deux mé-

canismes. Premièrement, il est fort probable que le leader dispose d'un pouvoir supérieur lors des négociations. Il pourrait ainsi fixer un taux de référence qui corresponde de près à ses intérêts. Deuxièmement, une divergence, même prononcée, de la monnaie du leader serait moins attaquée que celle d'un autre pays. Ainsi, la symétrie, ou plutôt l'asymétrie varie en fonction du pouvoir politique effectif du leader du système. Un leader contesté se verrait donc, de facto, dans l'obligation de respecter certaines règles, garantissant ainsi la perpétuation du système monétaire international sans crises majeures.

## CONCLUSION

---

En raison de sa nature et de sa structure, cette étude ne se prête pas à la conclusion traditionnelle. En effet, il serait autant ennuyeux qu'inutile de regrouper dans cette partie finale les points principaux que mon approche a soulevés. Le mauvais fonctionnement des relations monétaires internationales a prouvé être l'élément principal de la détérioration des économies occidentales. C'est la raison pour laquelle, un peu naïvement peut-être, je me propose de présenter en guise de conclusion, une réforme du système monétaire international à la lumière des enseignements de ce travail.

Il est évident que nous vivons dans un monde d'asymétries et que les relations monétaires ne constituent pas une exception. Refuser d'admettre la position clé des Etats-Unis, c'est ne rien comprendre aux relations internationales, tandis qu'un refus américain d'assurer la responsabilité de cette position détruit les relations internationales. De par sa taille, l'économie américaine crée un déséquilibre politique qui s'exprime en matière monétaire à travers l'effet de dominance incontesté sur les mécanismes de la création de l'offre de monnaie internationale. En soit, cette asymétrie n'est pas une mauvaise chose, mais elle le devient lorsque l'on sait que les Etats-Unis ne tiennent pas compte de la demande mondiale de numéraire international dans leur processus de fixation des normes de croissance monétaire. Actuellement, la sphère économique est largement dominée par le dollar, avec une petite place pour le mark, le yen, la livre sterling et le franc suisse qui jouent un rôle secondaire de monnaie de facturation, de réserve, d'encaisses temporaires des multinationales ou d'actif entrant dans la composition des portefeuilles internationaux. Aussi ces pays devraient-ils, dans la mesure de leur importance, se sentir responsable de la destinée de l'ordre monétaire global du système politique du monde "libre". La première partie de ce travail nous a en effet enseigné qu'il fallait considérer l'offre de monnaie globale, en raison de la substituabilité des monnaies et des mouvements de diversification des portefeuilles. Vouloir promouvoir une symétrie mécanique ne ferait que reculer la recherche d'une solution compatible à l'état actuel des forces politiques en présence.

On ne saurait démentir la théorie économique lorsqu'elle traite du problème de redondance en changes fixes et en changes flot-

tants. Confrontés à la réalité de l'instabilité, institutionnalisée depuis les accords de la Jamaïque, les pays participant à la pratique des Sommets économiques devraient cesser leurs querelles stériles au sujet de l'asymétrie pour se préoccuper de la "logique" du système, en adhérant à la proposition de W. Ethier et A. Bloomfield. En effet, pas son code de conduite laissant une importante marge de liberté aux pays souverains, celle-ci réunit les conditions d'une plus grande stabilité du marché des changes; la lutte contre la déperdition d'énergie et de moyens, et la cohérence internationale des politiques de change en constituent les éléments principaux.

Ceci nous amène précisément au problème de l'interdépendance des politiques économiques des n pays. Comme nous l'avons vu, l'intégration financière croissante réduit considérablement le champ d'action des pays souverains et accélère le phénomène de "contagion". C'est dans ce sens que Fred Hirsh disait que l'objectif des années 80 consisterait en une "désintégration graduelle". [\*1] Peter Kenen exprimait en d'autres termes la même idée : "Tenter de séparer quelque peu les choses peut, dans certaines circonstances, être le meilleur moyen de les conserver ensemble". [\*2] Les gouvernements ont besoin d'une certaine marge leur permettant, de temps à autre, de tricher avec la logique économique afin de satisfaire des buts politiques ou des indispensables objectifs de société. C'est la notion de "désintégration optimale" avancée par Peter Kenen.

Dans un récent témoignage devant le Congrès, Rudiger Dornbusch a proposé un système alliant dans le sens désiré par F. Hirsh et P. Kenen. [\*3] Il reprend lui-même une idée de J. Tobin selon laquelle les flux de capitaux représentent les éléments perturbateurs du système monétaire et qu'il convient par conséquent de les neutraliser. [\*4] En effet, nous avons vu l'importance du phénomène de surréaction dû à des différences dans la vitesse d'ajustement des marchés financiers et réels. C'est la raison pour laquelle R. Dornbusch envisage une taxe permettant d'égaliser internationalement les taux d'intérêt réels ("Real Interest Equalization Tax"). Un tel mécanisme découragerait sans aucun doute les flux instantanés de capitaux et permettrait ainsi aux différents pays de conserver une certaine autonomie en matière de gestion économique.

Evidemment, on peut objecter à cette proposition un coût de fonctionnement qui apparaît comme étant injustifié au premier abord. Rappelons-nous toutefois qu'il est plus coûteux et moins efficace de contrôler les flux réels plutôt que les flux financiers. Malheureusement, c'est devant ce choix que se trouvent les économies occidentales, et le fait de poser le problème en ces termes constitue déjà un élément de réponse.

Etant donné que cette proposition de réforme du système monétaire est dérivée de la situation actuelle, cela renforce d'autant

plus son aspect réaliste. Premièrement, elle permet aux différents pays de conserver leurs spécificités institutionnelles en matière de contrôle monétaire et de financement budgétaire. L'essentiel consiste simplement à poursuivre des objectifs compatibles.

Deuxièmement, la désintégration optimale des marchés financiers fournirait aux n pays la "soupape de sécurité" leur permettant des écarts temporaires, réduisant ainsi d'autant les coûts d'ajustement du système global.

Troisièmement, le fait de ne plus se limiter aux strictes frontières nationales lorsqu'il s'agit de déterminer les objectifs de la politique monétaire, notamment pour les Etats-Unis, favoriserait la stabilité monétaire internationale, bénéfique à tous.

C'est malheureusement sur ce dernier point que peu d'espoirs sont permis. L'histoire monétaire américaine de l'après-guerre a en effet fait preuve d'une irresponsabilité croissante. La tentative du président Reagan de restaurer un dollar fort ne constitue pas en soit une mauvaise chose. Cependant, ne pas écouter les doléances des Alliés, ou en d'autres termes vouloir accentuer d'avantage l'hégémonie du dollar, risque bien de précipiter son déclin et avec lui celui des économies occidentales.

Je désire conclure ce travail en rappelant une fois de plus l'appel à l'imagination lancé par Dean Acheson :

"Great empires have risen in this world and have collapsed because they took too narrow a view. ...there is no divine command that spares the US from the seeds of decline which have operated in other great states".

## ANNEXES

---

- Annexe 1 : Classification des théories économiques de la détermination des taux de change
- Annexe 2 : Modèle de relations économiques internationales
- Annexe 3 : Effets d'une politique monétaire restrictive selon l'approche monétariste dominante
- Annexe 4 : Flux financiers par pays, source OCDE
- Annexe 5 : Graphes relatifs au chapitre 11

## Classification des théories économiques

### Approche traditionnelle

- considère les flux seulement
- importance unique de la balance courante
- mobilité imparfaite des capitaux

Parité des  
pouvoirs  
d'achat

Hume

•  
•  
•

Cassel

Approche par  
les élasticités  
ou l'absorption

Ricardo

•  
•  
•

Marshall, Lerner,  
Alexander

Z : risque de change

PFTI : parité fermée des taux d'intérêt

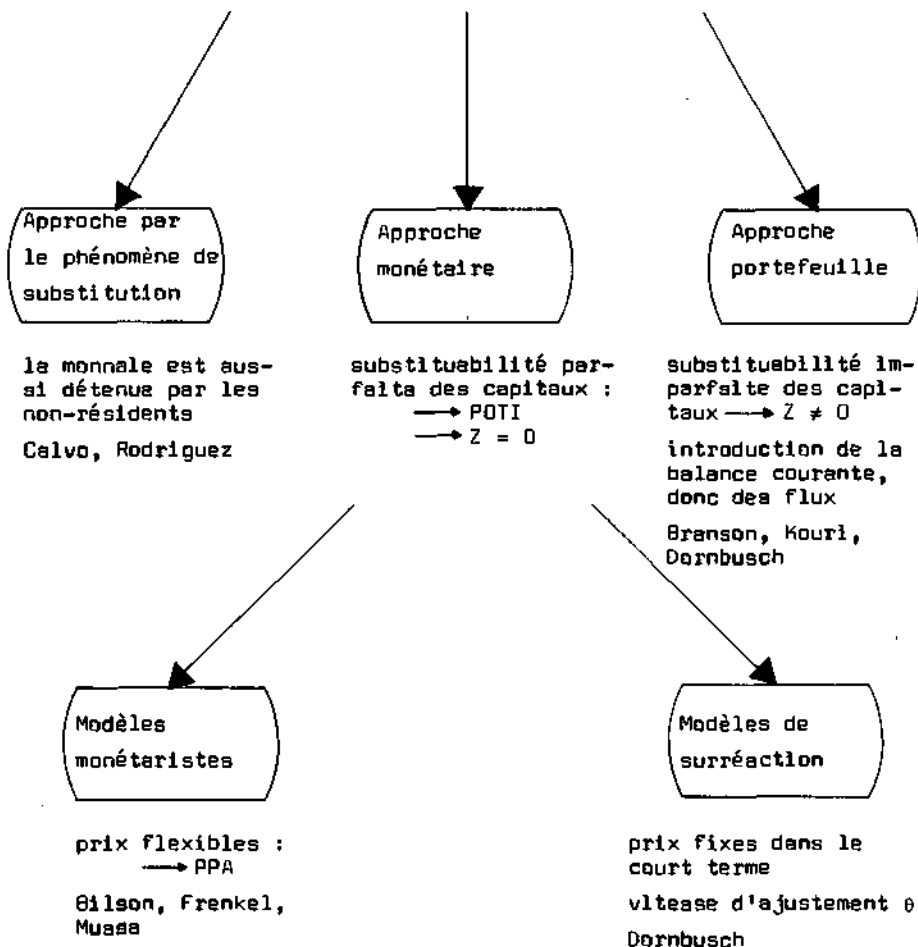
POTI : parité ouverte des taux d'intérêt

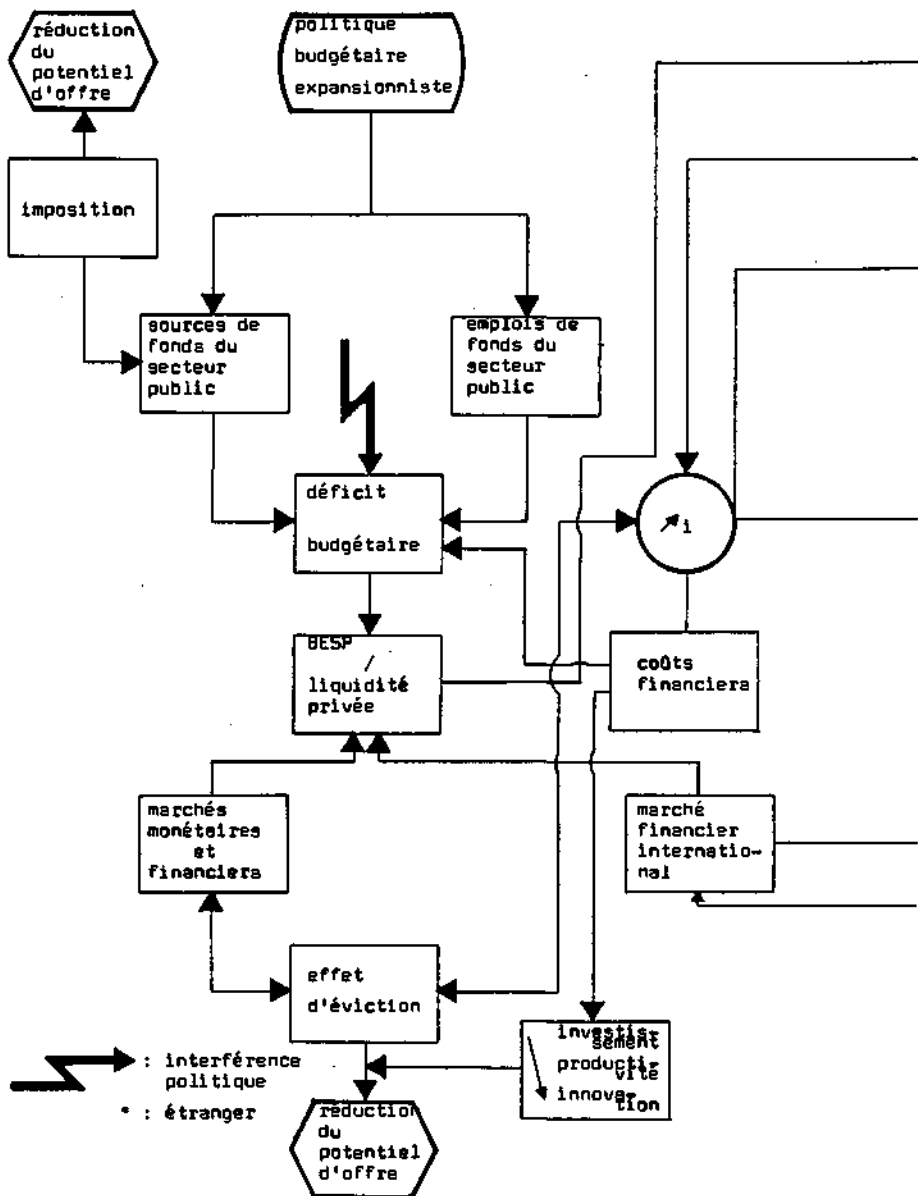
PPA : parité des pouvoirs d'achat

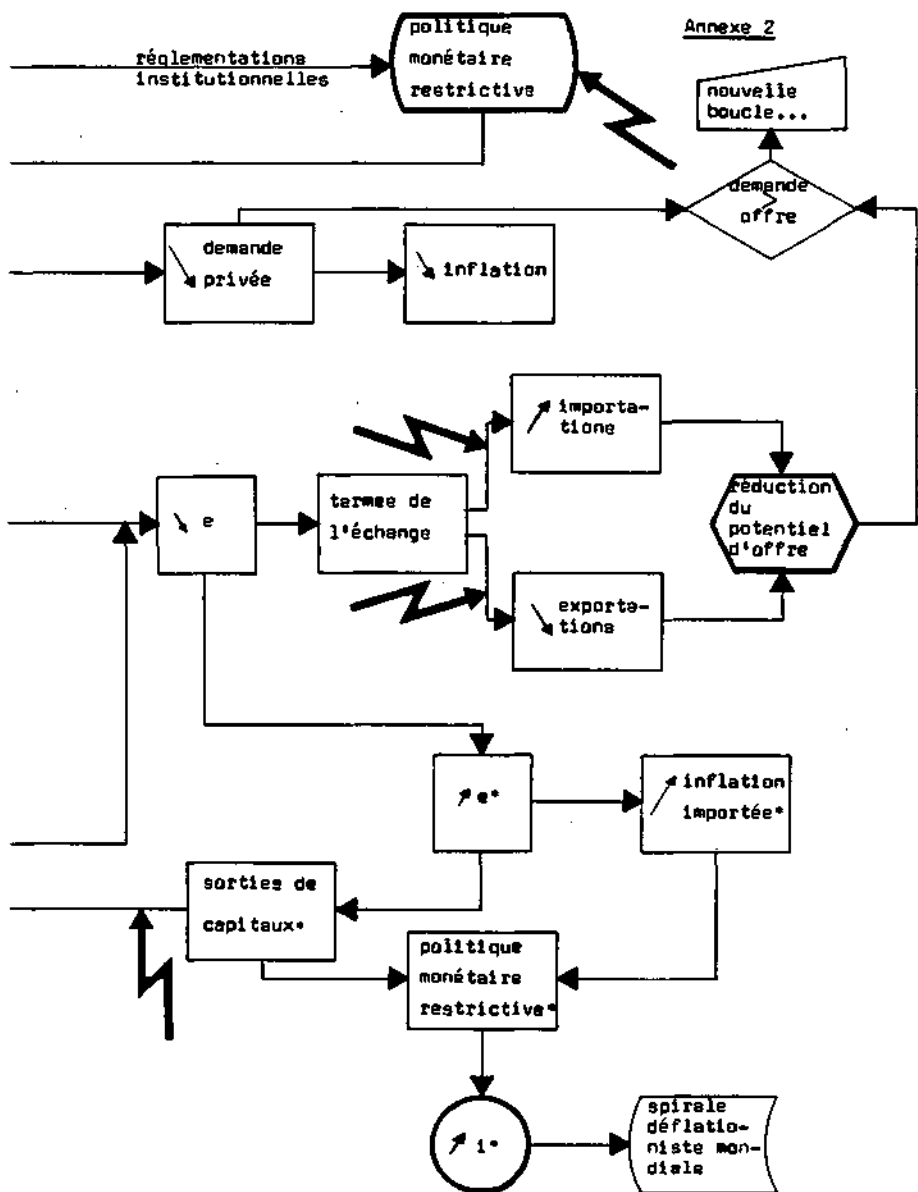
de la détermination des taux de changes

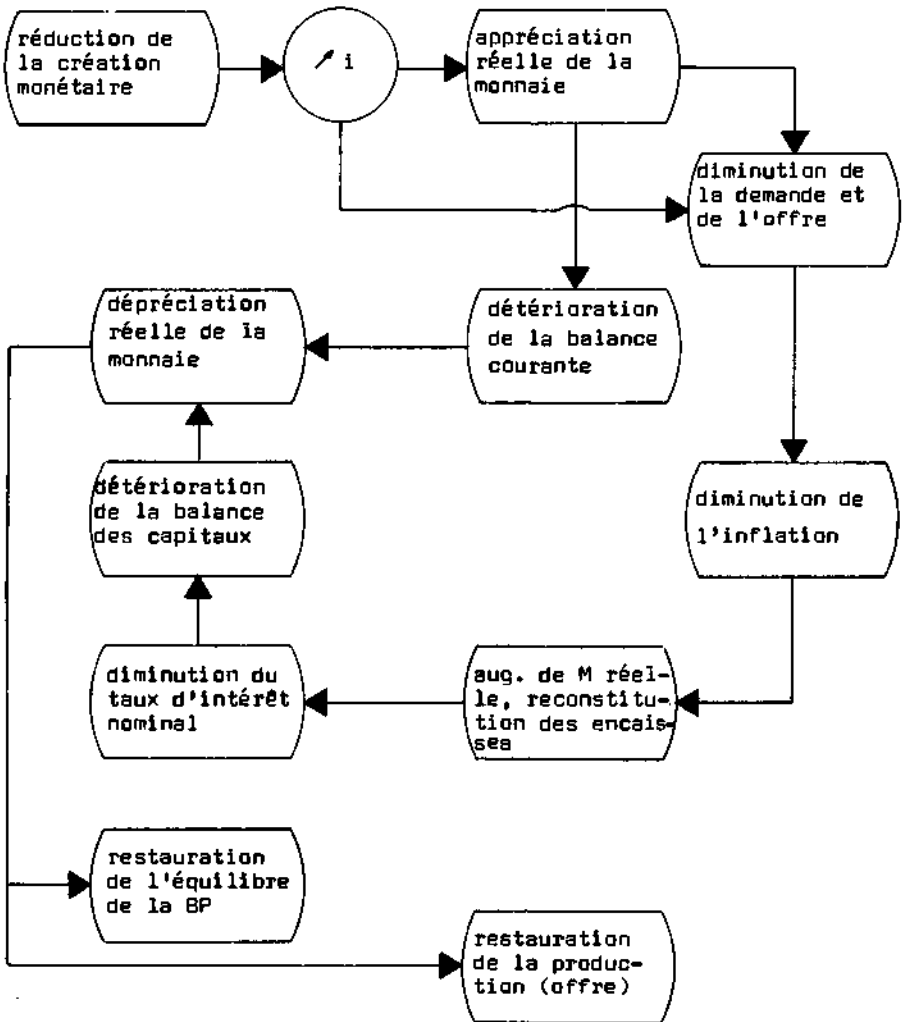
Approche par l'équilibre du marché des actifs financiers

- considère les stocks
- mobilité parfaite des capitaux → PFTI





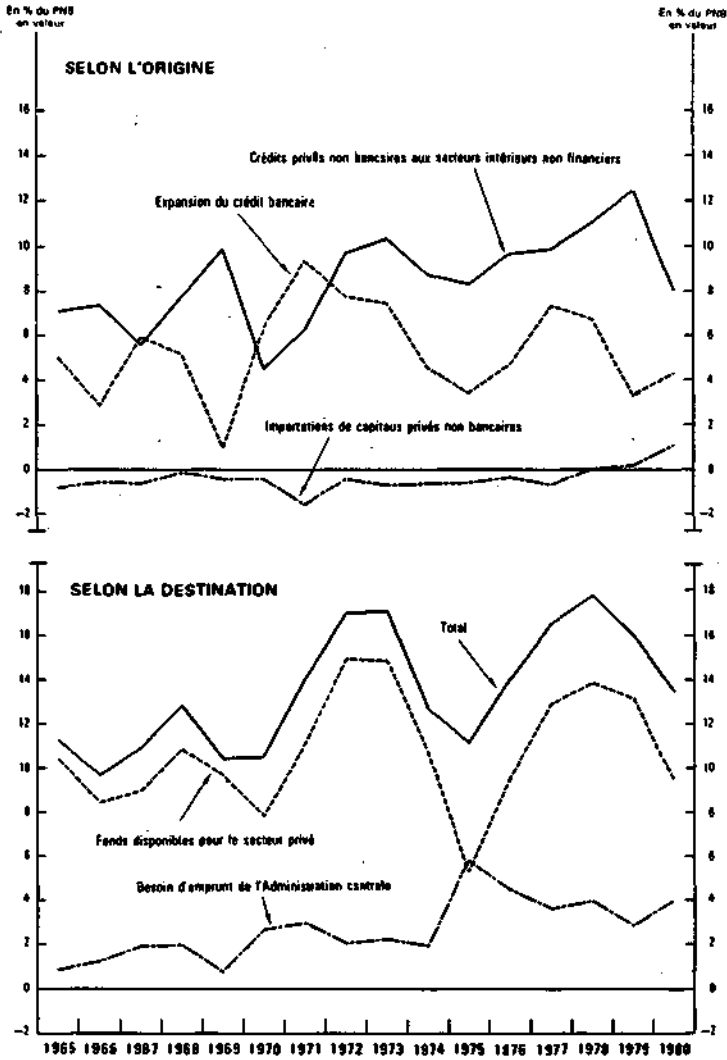




Modèle inspiré par R. Dornbusch, "Open Economy Macroeconomics", Basic Book, New York 1980, chapitre 12.

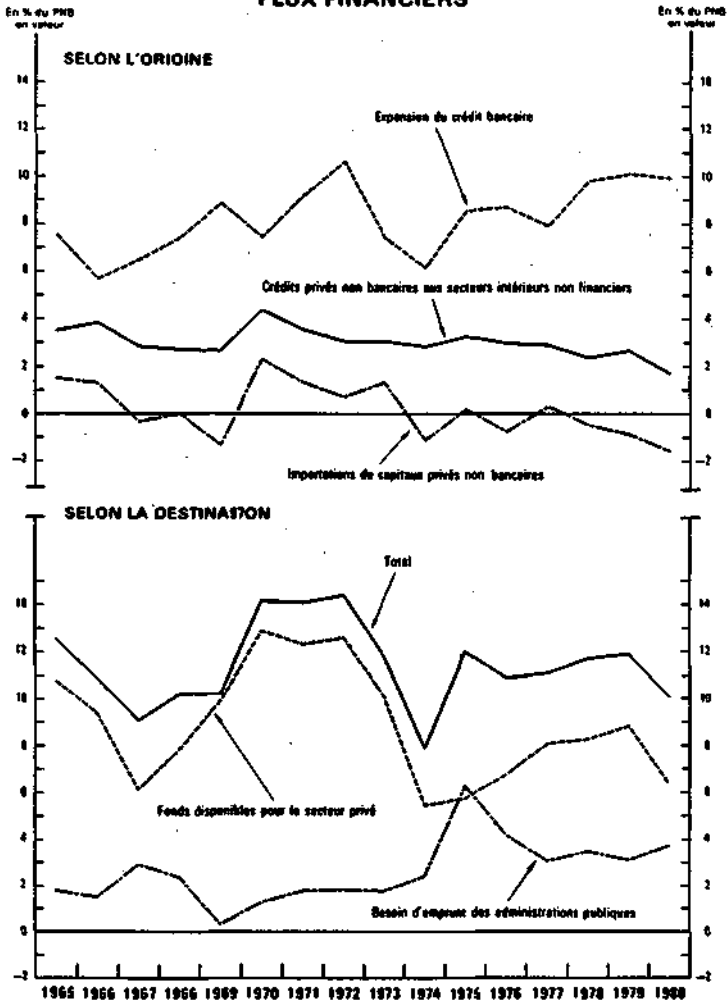
## ÉTATS-UNIS

### FLUX FINANCIERS



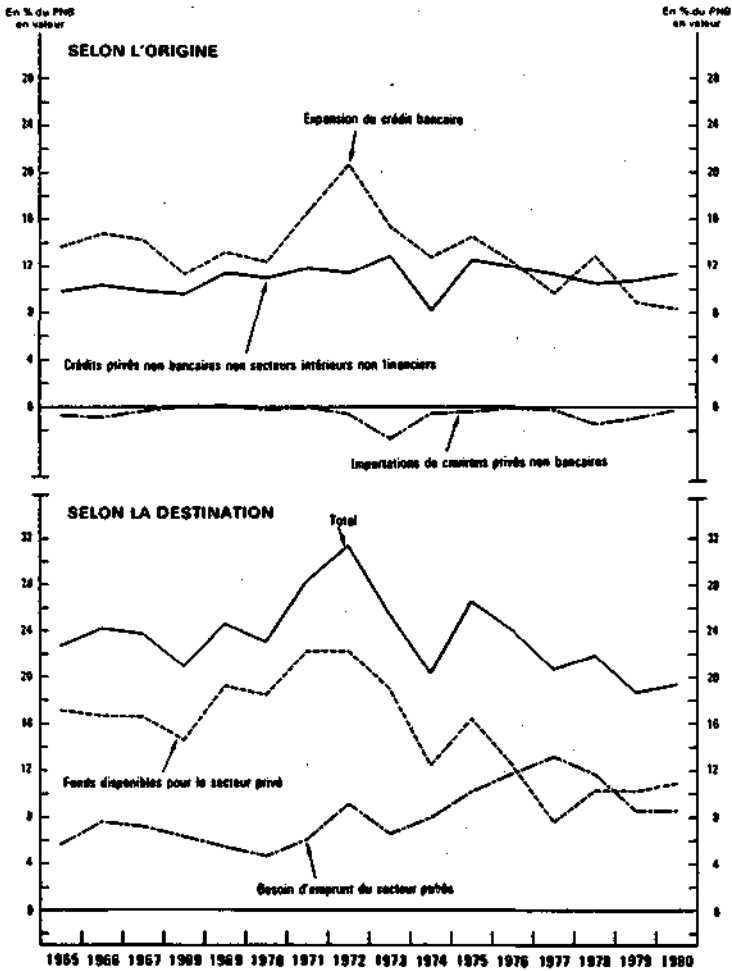
## ALLEMAGNE

## FLUX FINANCIERS



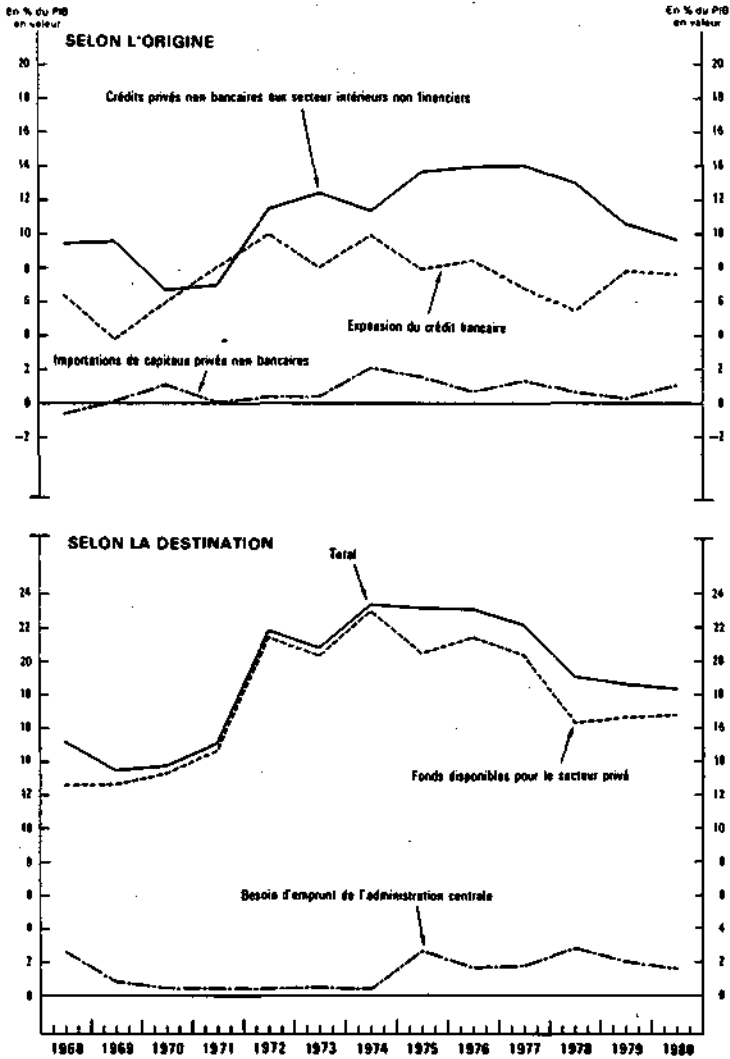
## JAPON

### FLUX FINANCIERS

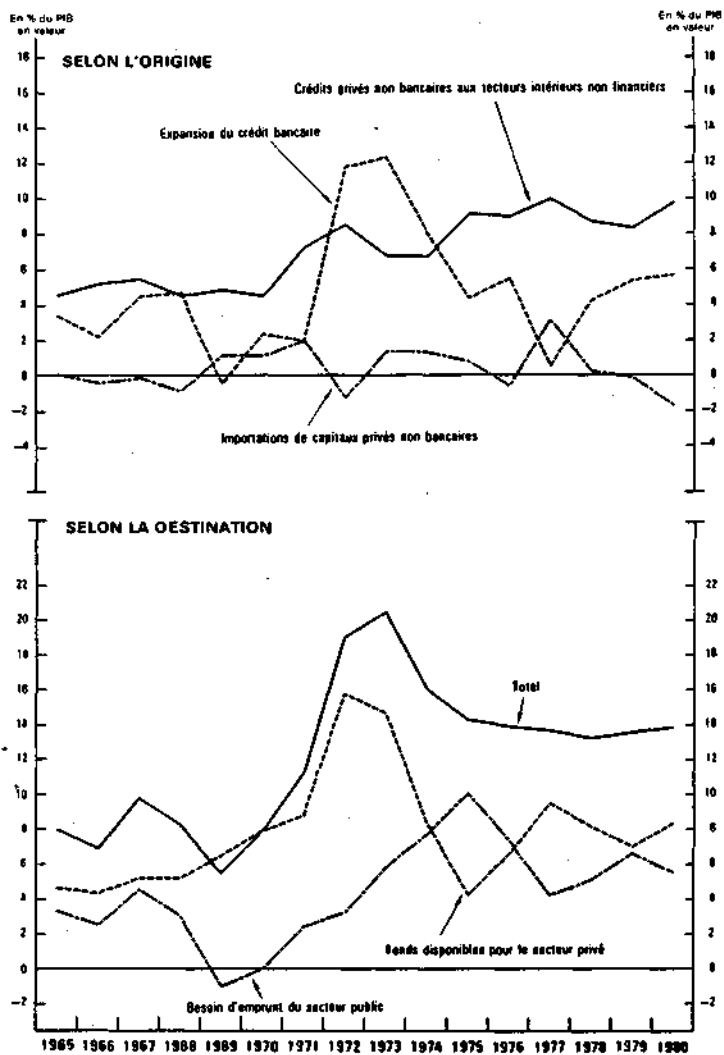


## FRANCE

### FLUX FINANCIERS



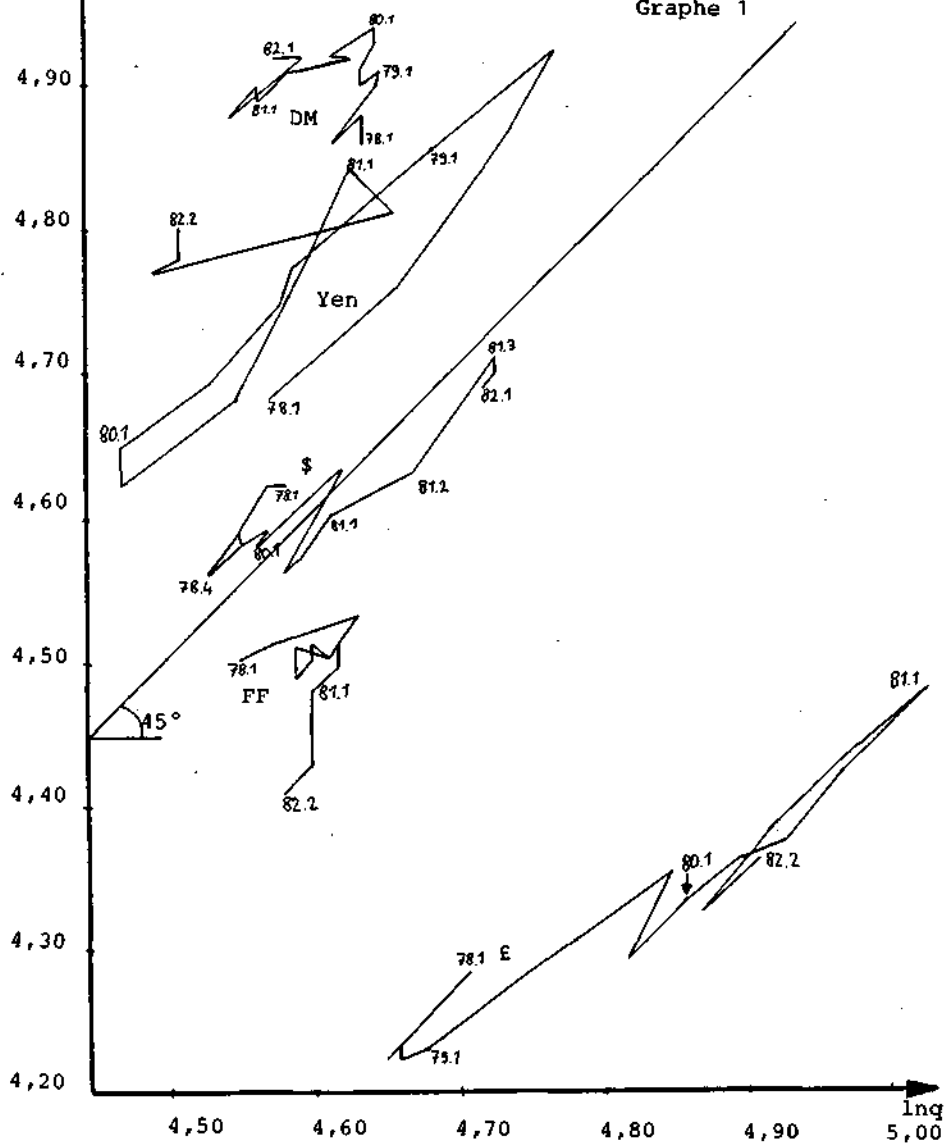
ROYAUME-UNI  
FLUX FINANCIERS



$\ln \frac{1}{e}$  : taux de change effectif nominal

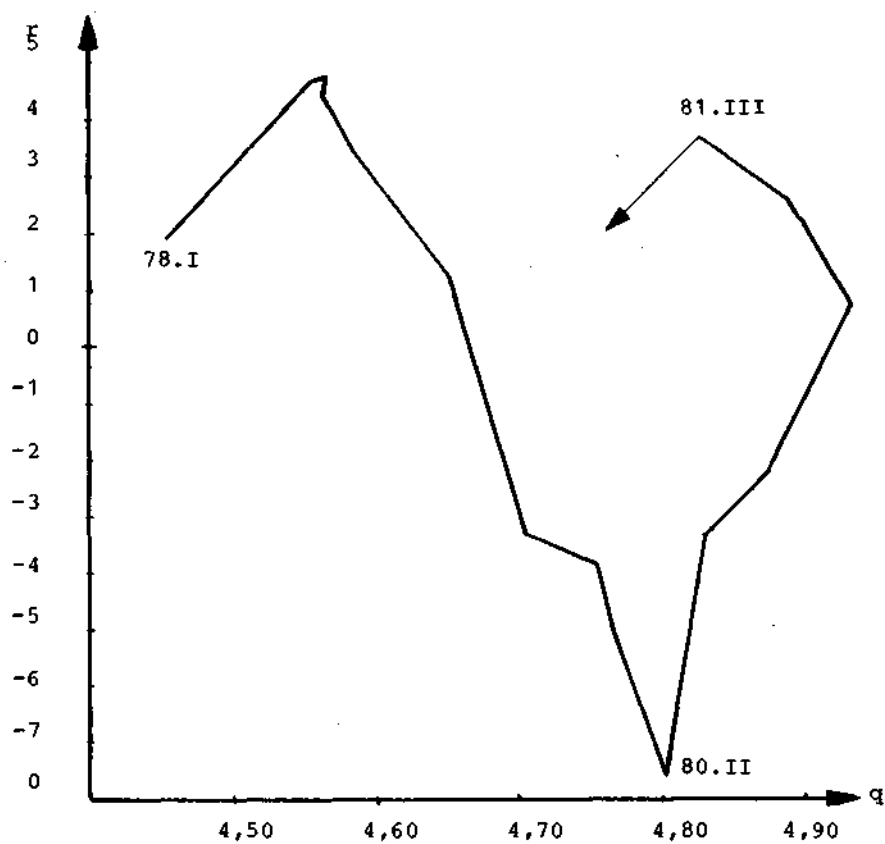
Annexe 5

Graphe 1

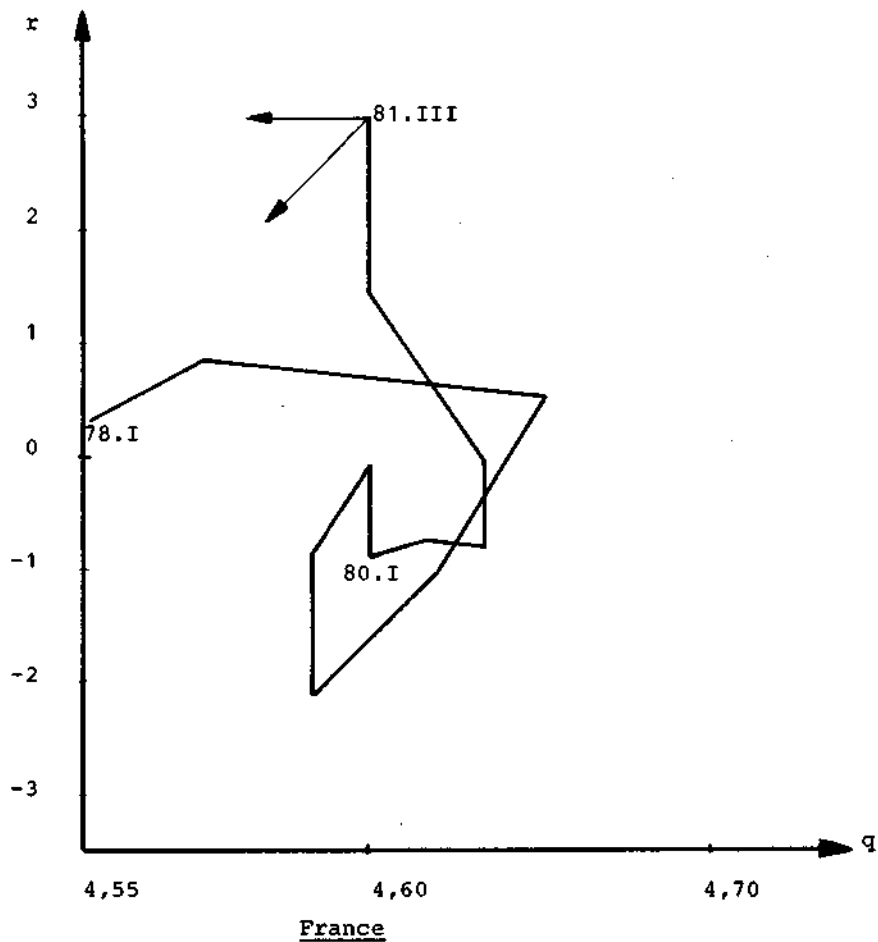


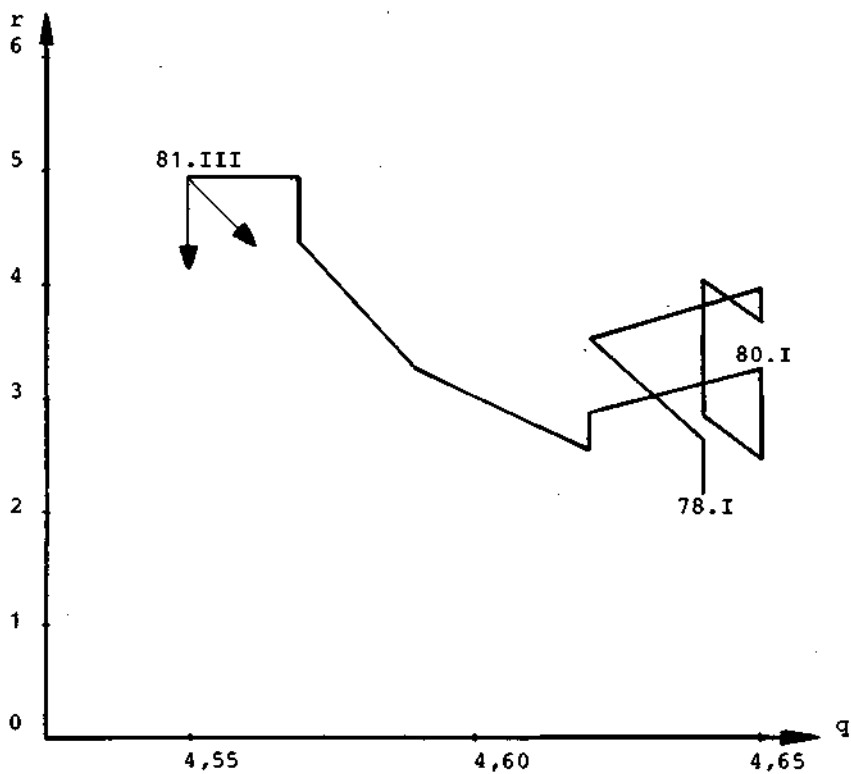
$r$  :  $\ln(\text{taux d'intérêt réel})$  $q$  :  $\ln(\text{taux de change effectif réel})$ 

sources : International Financial Statistics,  
Morgan Guaranty Trust

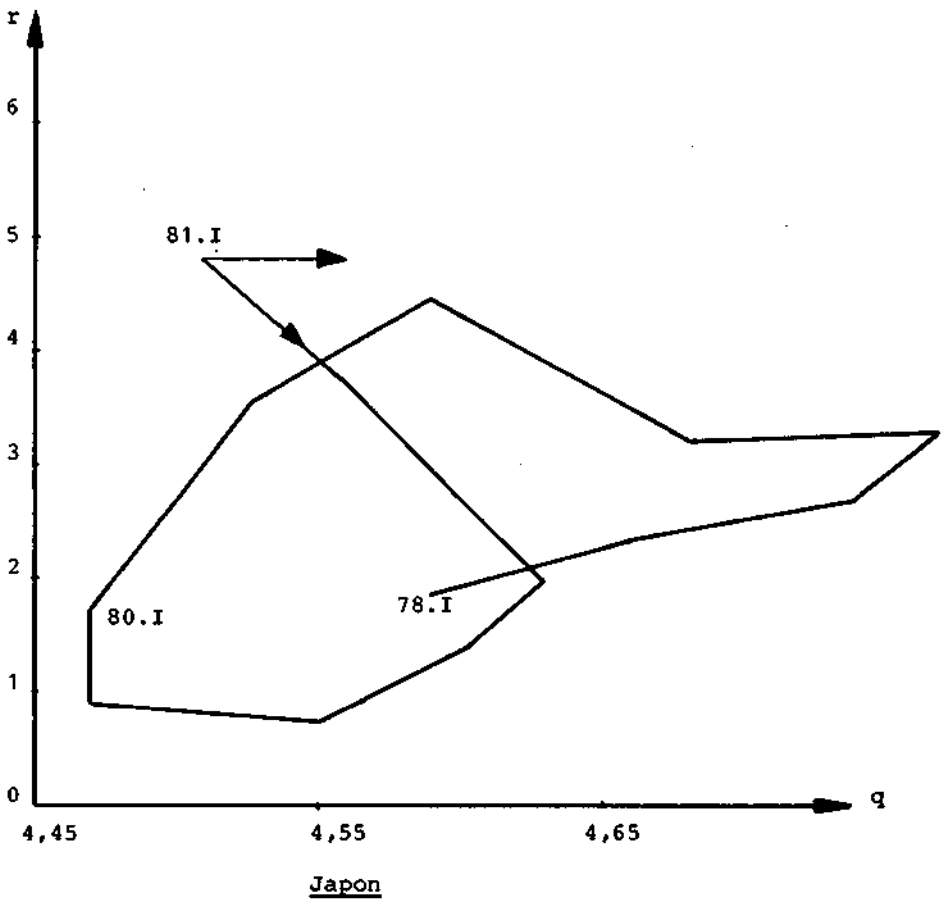


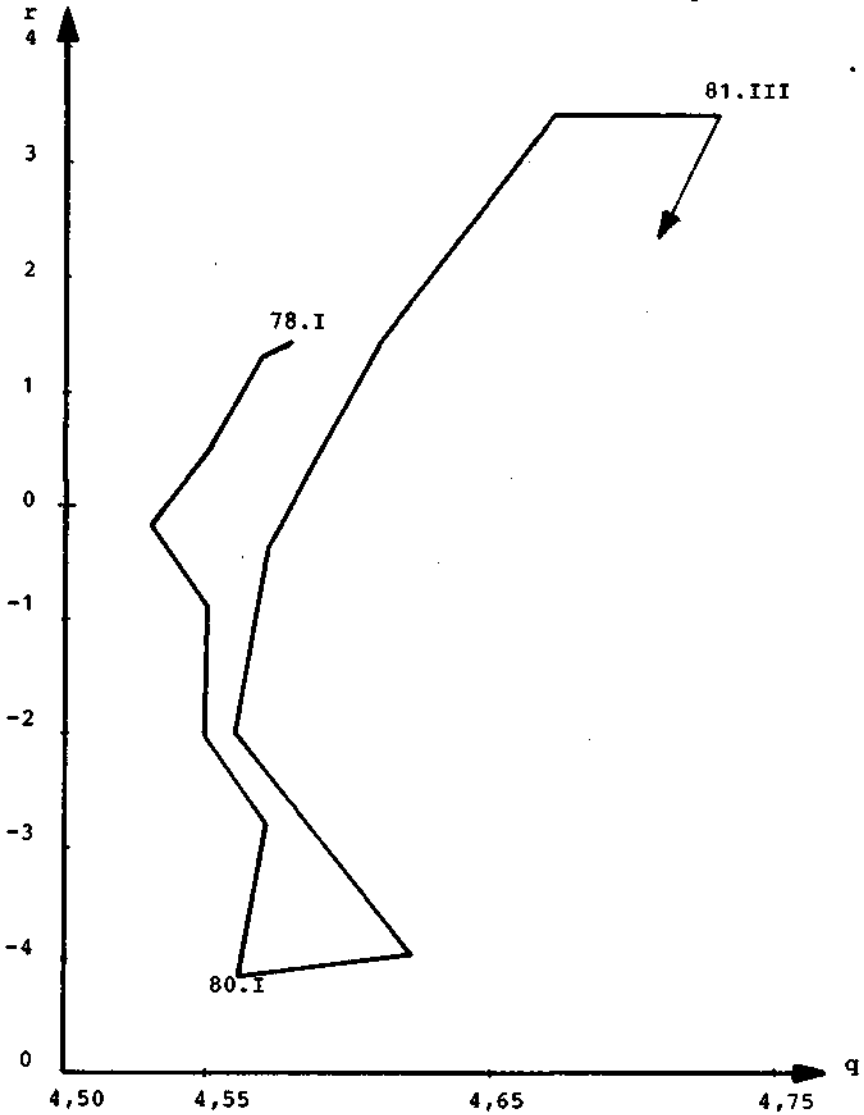
Royaume-Uni





Allemagne





Etats-Unis

## NOTES ET BIBLIOGRAPHIE

---

### Abréviations

#### Revue :

AER	American Economic Review
BPEA	Brookings Papers on Economic Activity
CJWB	Columbia Journal of World Business
EER	European Economic Review
IMF SP	International Monetary Fund Staff Papers
JIE	Journal of International Economics
JMCB	Journal of Money, Credit and Banking
JME	Journal of Monetary Economics
JPE	Journal of Political Economy
PEIF	Princeton Essays in International Finance
WA	Weltwirtschaftliches Archiv

#### Journaux :

FT	Financial Times
IBW	International Business Week
IHT	International Herald Tribune
WSJ	Wall Street Journal

### Introduction

#### 1. Voir par exemple :

Max WEBER, "The Methodology of Social Sciences", Glencoe (Illinois), The Free Press, 1949;

Oscar LANGE, "The Scope and Method of Economics", Review of Economic Studies, 1945-1946, No.33;

Joseph SCHUMPETER, "Science and Ideology", AER, mars 1949.

#### 2. Raymond BARRE, "Economie Politique I", PUF, Paris 1975, dixième édition, p.69.

#### 3. Maurice MERLEAU-PONTY, "A quoi sert l'objectivité ?", L'Express, 29 janvier 1955, p.4.

## Chapitre 1 : De la création de Bretton Woods à son éclatement

1. Mon approche de la politique extérieure résulte d'une année passée à la School of Advanced International Studies (SAIS) de la Johns Hopkins University. Cette école, de grande renommée aux Etats-Unis, bénéficie de la présence en son sein de personnalités qui ont marqué les mondes politique et universitaire en matière de politique extérieure, tels que Paul NITZE et Robert TUCKER. D'autre part, certains professeurs -Robert OSGOOD, David CALLEO et Simon SERFATY- s'y sont fait connaître pour leurs nombreuses publications. Leurs idées ont provoqué et provoquent encore aujourd'hui de vifs débats dans l'administration et parmi le public. Bien qu'ayant été très influencé par ces fortes personnalités, je reste néanmoins responsable de mes idées. D'autre part, je ne citerai que rarement la bibliographie, importante par ailleurs, en matière de politique américaine, car là n'est point l'objet principal de ce travail.
2. Dean ACHESON fut Sous-Secrétaire du Département d'Etat de 1945 à 1947 et Secrétaire de 1949 à 1953. Ses mémoires, publiées sous le titre révélateur de "Present at the Creation", sont indispensables pour comprendre les événements qui ont marqué l'après-guerre. Nous retrouverons D. ACHESON plus tard dans le rôle de conseiller favori de J.F. KENNEDY.
3. Cette théorie est très chère à Wolfgang HAGER, qui l'a récemment rappelée dans le FT du 28 juillet 1982, p.11 et le numéro d'été d'International Affairs, "Protectionism and Autonomy: How to Preserve Free Trade in Europe", pp.413-428. W. HAGER a été l'un de mes professeurs à la Johns Hopkins University.
4. A la différence de ce qui se passe actuellement, la notion de déficit budgétaire était alors liée à celle de vastes programmes économiques d'investissement public, directement ou indirectement productifs. C'est sous l'administration Kennedy que l'on passa de la notion de budget-investissement à la notion de budget-consommation.
5. Mis à part 1969, il s'agit du dernier budget équilibré et l'on peut craindre qu'il ne faille encore longtemps avant d'en revoir un.
6. Cette théorie est développée dans le chapitre 10 consacré à la théorie de l'équilibre macroéconomique national, sous le point 1.2. qui traite du modèle de MUNDELL et FLEMING.
7. David CALLEO a écrit de nombreux ouvrages et articles au sujet de la monnaie. Voir par exemple "Money and the Coming World Order", New-York University Press, New-York, 1976, ou "America and the World Political Economy : Atlantic Dreams and National Realities", Indiana University Press, Bloomington, 1973.
8. Les mémoires de H. KISSINGER sont évidemment très instructives en ce qui concerne la conception des relations internationales de la période Nixon; son premier volume "White House Years", en décrit la mise en place et le second, "Years of Upheaval", le démantèlement. Dans son éditorial du 22 février 1982, The Economist, aux pages 11 et 12, sous le titre "President Snow Right and Europe's Dwarfs", rappelle l'action de H. KISSINGER en

Europe.

9. Alors que R. NIXON était Vice-Président, BURNS était Sous-Secrétaire du Trésor pour les affaires monétaires. Les deux hommes combattirent ensemble le conservatisme budgétaire du Président EISENHOWER.
10. R. SOLOMON, "The International Monetary System 1945-76, An Insider's View", Harper and Row, New-York 1977. Cet ouvrage a été traduit en français. R. SOLOMON a occupé différents postes dans l'administration ou à la Réserve Fédérale. Actuellement, il est président de la très importante Réserve Fédérale de New-York, importante du fait que New-York mène la politique internationale de la Réserve Fédérale, politique décidée toutefois à Washington.

## Chapitre 2 : Le flottement des monnaies, éléments théoriques

1. Ces deux concepts sont intimement liés, puisque l'un représente le symétrique de l'autre lorsque l'on passe d'un univers de changes fixes à un univers de changes flottants. Cette symétrie est reprise en détail au point 2.3. de ce chapitre.
2. Pour un excellent exposé des théories de la balance des paiements, voir Robert STERN, "The Balance of Payments : Theory and Economic Policy", ed. Aldine, Chicago, 1973.
3. Robert MUNDELL présente une matrice marchés/secteurs dans "International Economics", Mac Millan; New-York, 1968, p.252
4. Le débat qui entoure cette théorie est en constante évolution. Aussi les points qui apparaissent dans le paragraphe 1.3. de ce chapitre ne rencontrent-ils pas l'unanimité des économistes.
5. Pour une revue complète de la littérature concernant la PPA, voir Lawrence OFFICER, "The Purchasing-Power-Parity Theory of Exchange Rates : A Review Article", IMF SP 23, mars 1976, pp. 1-61, ainsi que le JIE qui a consacré son numéro 8 de 1978 à la PPA.
6. Gustav CASSEL, "The World's Monetary Problems", ed. Constable, Londres, 1921, p.38.
7. John M. KEYNES, "A Tract on Monetary Reform", paru en 1923 et reproduit dans "The Collected Writing of J.M. Keynes", Mac Millan, Londres, 1971, p. 79.
8. Frank TAUSSIG, "International Trade", New-York, 1927, p.357.
9. Voir notamment dans l'ordre chronologique :  
Gottfried HABERLER, "The Theory of International Trade", William Nodge, Londres, 1936;  
Bela BALASSA, "The Purchasing Power Parity Doctrine : A Reappraisal", JPE No 6, décembre 1964, pp.584-596;  
Jacob FRENKEL, "A monetary Approach to Exchange Rates : Doctrinal Aspects and Empirical Evidence", Scandinavian Journal of Economics 78, No 2, mai 1976, pp200-224.
10. G. CASSEL, "Post-War Monetary Stabilization", Columbia University Press, New-York, 1928, p.31.
11. Bertil OHLIN, "Interregional and International Trade", Harvard Univer-

- sity Press, Cambridge, 1967, p.290.
12. Costantino BRESCIANI-TURRONI, "The Purchasing Power Parity Doctrine", *Egypte Contemporaine*, paru en 1934, reproduit dans "Saggi Di Economica" du même auteur, Milan, 1961, p.121.
  13. Jacob FRENKEL, "Flexible Exchange Rates, Price and the Role of the "News" : Lesson from the 1970's", *JPE*, août 1981, pp.665-705. Dans son ouvrage, J. FRENKEL arrive à la conclusion que l'influence des coûts de transport permet de vérifier plus facilement la PPA entre pays européens qu'avec les Etats-Unis.
  14. Irving KRAVIS a publié énormément de textes au sujet de la PPA, on se référera principalement à :  
I. KRAVIS et Robert LIPSEY, "Price Behaviour in the Light of Balance of Payments Theories", *JIE* 8, 1978, pp.193-246, qui par ailleurs livre une bibliographie plus complète.
  15. Rudiger DORNBUSCH, "Expectations and Exchange Rate Dynamics", *JPE*, décembre 1976, pp.1161-1176.
  16. Le classique de la littérature est un ouvrage de Stephen MAGEE, "Currency Contracts, Pass-through and Devaluation". BPEA No.1, 1973.
  17. Voir J. FRENKEL et C. RODRIGUEZ, "Exchange Rate Dynamics and the Over-shooting Hypothesis", Université de Chicago, 1980, polycopié.
  18. Pour le modèle australien, voir R. DORNBUSCH, "Open Economy Macroeconomics", Basic Books, New-York, 1980, p.115. Pour de bonnes présentations du modèle scandinave, J. MYHRMAN et W. BRANSON, "Inflation in Open Economies", *EER*, 1976; M. MUSSA, "A Monetary Approach to Balance of Payment Analysis", *JMCB*, août 1974, ainsi que dans R. CAVES et R. JONES, "World Trade and Payments", Little Brown 2ème édition, Boston, 1977.
  19. Les monétaristes ont utilisé ce mécanisme pour analyser diverses situations, telles que changement de parité, introduction de tarifs ou orientation nouvelle de la politique monétaire.
  20. B. BALASSA, voir [\*9]
  21. Pour calculer la PPA, les organismes internationaux emploient un panier de biens standard composé de T et de NT. Ainsi, au taux du marché, les biens et services échangeables ont le même prix dans tous les pays, alors que les autres coûtent moins dans les pays à bas revenu. Ces calculs permettent une rémunération uniforme pour des fonctionnaires à goûts homogènes, travaillant dans différents pays.
  22. Voir G. LAFAY, "Dynamique de la spécialisation internationale", *Economica*, 1979, ou M. AGLIETTA, "Avantages comparatifs, valeur internationale et taux de change tendanciel", dans le recueil de textes "Economie et finance internationale", Dunod, Paris, 1982.
  23. R. DORNBUSCH, "OEME", cité en [\*18], p.151.
  24. De nombreuses études ont été réalisées; les principales sont les suivantes, qui présentent généralement une bibliographie abondante :  
J. FRENKEL, "Flexible Exchange Rates...", voir [\*13];  
Richard LEVICH, "Are Forward Exchange Rates Unbiased Predictors of Future Spot Rates ?", *CJWB*, Winter 1979, pp.49-61.  
Steven KOHLHAGEN, "The Forward Rate as an Unbiased Predictor of the Future Spot Rate", *CJWB*, Winter 1979, pp.77-85.
  25. Henri LOUBERGE, "Le rôle des anticipations dans la formation du cours de

- change à terme", Revue Economique, No.6, Paris, novembre 1981.
26. David KING, "Exchange Market Efficiency and the Risk Taker of Last Resort", CJWB, Winter 1979, pp.28-33. Contrairement à LOUBERGE, KING suggère que les banques centrales interviennent plus massivement sur le marché, afin de compenser l'aversion de nombreux opérateurs pour le risque.
  27. D. KING parvient ainsi à la même conclusion que Ronald Mac KINNON, à savoir que l'absence de réelle spéculation déséquilibre le marché. R. Mac KINNON, "Floating Foreign Exchange Rates...", paru dans le volume No. 3 des "Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy" comme supplément du JME, 1976, pp.79-114.
  28. Voir les articles suivants avec leur bibliographie :  
 P. KRUGMAN, "Purchasing Power Parity and Exchange Rates : Another Look at the Evidence", JIE, août 1978;  
 S. MAGEE, "Contracting and Spurious Deviations from Purchasing Power Parity", EER, 1978;  
 J. FRENKEL, voir |\*13|;
  29. Jacob FRENKEL, "Efficiency and Volatility of Exchange Rates and Prices in the 1970's", CJWB, op. cit. p.21. L'article le plus récent dans lequel l'auteur admet la PPP est celui de J. BILSON. D'après la forme de l'argument, il semble que cela relève de la provocation, John BILSON, "The Monetary Approach to the Exchange Rate", IMF SP, mars 1978, p.51.
  30. Saïdi NASSER, "Rational Expectation, PPP and the Business Cycle", photocopié, Université de Chicago, 1977.
  31. J. FRENKEL, "PPP, Doctrinal Perspective and Evidence from the 1920's", JIE No.8, 1978, p.183.
  32. L'idée d'un cercle vicieux entre l'inflation et la dépréciation de la monnaie n'est pas récente. En effet, G. HABERLER parlait déjà de cette spirale en 1937; G. HABERLER, "Theory of International Trade with its Application to Commercial Policy", New-York 1937, pp.44-46 et 55-61. Les articles récents les plus intéressants sont :  
 Giorgio BASEVI et Paul de GRAUWE, "Vicious and Vertuous Circles : A Theoretical Analysis and a policy Proposal for Managing Exchange Rates", EER, décembre 1977, pp.277-301;  
 J. BILSON, "The Vicious Circle Hypothesis", IMF SP, mars 1979, pp.4-37;  
 Jeffrey SACHS, "Wages, Profits and Macroeconomic Adjustment : A Comparative Study", BPEA No.2, 1979, pp.269-332.
  33. John ARTUS, "Methods of Assessing the Long Run Equilibrium Value of an Exchange Rate", JIE, 1978.
  34. P. HOOPER et J. MORTON, "Fluctuations in the Dollar : A Model of Nominal an Real Exchange Rate Determination", Federal Reserv System, International Finance Discussion Papers, photocopié, octobre 1981. La Société Morgan publie mensuellement ces statistiques et le numéro de janvier 1981 présente une approche graphique intéressante.
  35. Pour un bon exposé concernant la mesure et la valeur de ces différents indices, voir :  
 R. RHOMBERG, "Indices of Effective Exchange Rates", IMF SP, 1976.
  36. A. CARTAPANIS et G. NANCY, "La politique cambiale des banques centrales en changes flottants", dans le recueil d'articles "Economie et finance

- internationale", Dunod, Paris, 1982. Pour l'approche de la B.R.I., voir: A. LAMFALUSSY, "Observation de règles ou politiques discrétionnaires ? Essai sur la politique monétaire en milieu inflationniste", Etude économique No.3 de la B.R.I., Bâle, 1981, et D. MARSH, "Banker's Bank Gains Allies Among the Policy-Makers", FT, 22 janvier 1982.
37. Pour des exemples précis de l'approche considérée, voir [\*34] ou G. BASEVI et Michele CALZOLARI, "Previsione e interpretazione dei tassi di cambio", Rapporto di previsione, Giugno 1981, Prometeia, Bologna, pp.76-110. Une approche approximative est présentée dans le chapitre 11.
  38. R.NURKSE cité dans R. BARRE, "Economie politique 2" p.844ss, qui reprend "Conditions of International Monetary Equilibrium, Readings in the Theory of International Trade", Blakiston, 1949, p.3.
  39. Commission of the European Communities, "Inflation and Exchange Rates : Evidence and Policy Guidelines for the European Community", Brussels, 1977, chapitre 2.
  40. Dans l'article cité en [\*31], FRENKEL établit une analogie intéressante avec la controverse concernant l'utilité de la courbe de Phillips pour les politiques économiques.
  41. Irving FISHER, "The Theory of Interest", Mac Millan, New-York, 1930. I. FISHER est considéré à juste titre comme le père de l'économétrie. Le point 2 du chapitre 10 reprend la théorie de FISHER.
  42. Voir par exemple : "La révolution des taux d'intérêt", par l'ancien ministre Lionel STOLERU, Le Monde, 23 février 1982; "Living with High-nominal-interest-rates", Herbert GIERSH, WSJ, 5 août 1981; ainsi que les nombreux commentaires de S. BRITAN et D. MARSH dans le FT. Parmi les articles moins fondés, je ne citerai que celui de Jude WANNISKI, "The Interest-rate Mystery", WSJ, 2 avril 1982, notamment en raison de l'influence de cet économiste sur l'aile droite du parti républicain.
  43. Paul COULBOIS, "Finance internationale", Cujas, Paris, 1979.
  44. D'autres articles sont cités plus loin. A ce stade, il convient pourtant de mentionner H. GRUBEL qui a écrit de nombreux articles innovateurs à ce sujet. Voir par exemple : H. GRUBEL, "Forward Exchange Rate, Speculation and the International Flow of Capital", Stanford University Press, Stanford, 1966; comme article de revue, L. OFFICER et Tom WILLET, "The Covered-Arbitrage Schedule", JMCB, mai 1970.
  45. Robert ALIBER fut le premier à introduire cette notion : R. ALIBER, "The Interest Rate Parity Theorem : A Reinterpretation", JPE, novembre 1973. Cependant, pour un développement plus rigoureux et plus complet, voir : S. KOHLHAGEN et T. WILLET, "The Determination of the Forward Exchange Rate and the Cost of Using the Foreign Exchange Markets", dans le recueil d'articles présentés par SWEENEY et WILLET, "Studies in Exchange Rate Flexibility", American Enterprise Institute, 1980, et Jacob FRENKEL et R. LEVICH, "Covered Interest Arbitrage : Unexploited Profits ?", JPE, avril 1975. Les auteurs suivants pensent que ce sont plutôt les contrô-

- les de capitaux qui empêchent la PFTI de se réaliser : M. DOOLEY et P. ISARD, "Capital Controls, Political Risks and Deviation from Interest-Rate Parity", JPE, avril 1980, pp.370-384 et J. SACHS, "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970's", BPEA, 1981, pp. 201-282.
46. Stanley BLACK, "International Money Markets under Flexible Exchange Rates", dans la série Studies in International Finance, Princeton University Press, Princeton, 1973. La théorie des anticipations rationnelles a ensuite été développée par les monétaristes dans le cadre de la macroéconomie globale. DORNBUSCH, FISHER, WALLACE et SARGENT en sont les principaux créateurs, ainsi que nous le verrons au chapitre 6.
  47. Houston STOKES et Hugh NEUBURGER, "Interest Arbitrage, Forward Speculation and the Determination of the Forward Exchange Rate", CJWB, op. cit. pp.86-98.
  48. Le problème du taux d'intérêt réel, ou plutôt de la mesure des anticipations est traité en détail au point 2 du chapitre 10.
  49. Pour une revue de la littérature, voir : R. ALIBER, "The Integration of National Financial Markets : A Review of Theory and Findings", WA, 1978, pp.448-479.
  50. Lionel STOLERU, "La révolution des taux d'intérêt", Le Monde, 23 février 1982. STOLERU parvient à la conclusion que les taux d'intérêt réels sont égaux dans les principaux pays industrialisés.
  51. Aux Etats-Unis : "Loi sur l'assouplissement de la réglementation applicable aux établissements de dépôt et sur le contrôle monétaire" (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act) adoptée par le Congrès en 1980 et mise progressivement en vigueur. Au Japon : "Loi sur les taux de change et l'investissement" de décembre 1980, qui a libéré les mouvements de capitaux japonais.
  52. Dennis LOGUE et autres, "International Integration of Financial Markets: Survey, Synthesis and Results", dans Carl STEM et autres, "Eurocurrencies and the International Monetary System", American Enterprise Institute, Washington D.C., 1976. pp.91-137.
  53. M. FASE, "The Interdependence of Short Term Interest Rates in the Major Financial Centres of the World", Kyklos, vol.29, Bâle 1976, pp.63-96.
  54. Les résultats de cette étude sont rapportés par S. BRITTAN, "What's Wrong with the World", FT, 1 juillet 1982.
  55. D. KING, "The speculators are Missing", FT, 31 août 1982, p.17.
  56. M. FRIEDMAN, "The Case for Flexible EXchange Rates", dans son recueil de textes "Essays in Positive Economics", University of Chicago Press, Chicago, 1953.
  57. D. WAITMANN, "A New Assessment of Floating Exchange Rates", Intereconomics, novembre 1981; Jean-Louis JUVET, "La Suisse face à la crise monétaire 1973-1975", dans "Hommage à Paul-René Rosset", Société Neuchâtoise de Science Economique, Neuchâtel, 1977, pp.80-81.
  58. ALLEN et ENOCH, "Some Recent Evidence on Short-Run Exchange Rate Behaviour", Manchester School, photocopié, 1978. Les auteurs développent une théorie selon laquelle l'absence d'intervention gouvernementale induit les spéculateurs à s'observer les uns les autres. Ce type de comporte-

- ment a d'évidentes répercussions déstabilisatrices.
59. Dans le FT du 8 décembre 1981, le chef du département des changes de la Chase Manhattan Bank a fait la déclaration suivante : "Notre approche fondamentale consiste à ne pas prendre trop de positions spéculatrices, mais de gagner de l'argent sur le volume des transactions. La fluctuation des changes et l'écart plus élevé entre les cours achat et vente (qui tendent à s'écarter lors de périodes turbulentes) augmentent les marges bénéficiaires... Notre horizon ne dépasse pas 24 heures, tandis qu'un économiste, lui, a le temps."
60. Ray BACHELOR, "Must Floating Exchange Rate Be Unstable ?", Annual Monetary Review, octobre 1979.
61. R. Mac KINNON, "Floating Exchange Rates...", cité en [\*27].
62. Les principales contributions sont :
- Joan ROBINSON, "The Foreign Exchange", dans "Essays on the Theory of Employment", Blackwell, Oxford, 1947;
- G. HABERLER, "The Market for Foreign Exchange and the Stability of the Balance of Payments : A Theoretical Analysis", Kyklos, 1949, reproduit dans Richard COOPER, "International Finance", Penguin Books, Baltimore, 1969.
63. Marina Von NEUMAN WHITMAN, "Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments", BPEA No.3, 1975.
64. Pour des articles passant en revue l'approche par le marché des actifs financiers, voir :
- R. DORNBUSCH, "Exchange Rate Economics : Where do we stand ?", BPEA No.1, 1980;
- R. MURPHY et C. Van DUYN, "Asset Market Approaches to Exchange Rate Determination : A Comparative Analysis", WA, 1980, pp.627-656;
- J. FRANKEL, "Monetary and Portfolio-Balance Models of Exchange Rate Determination", polycopié présenté au congrès mondial de la Société d'Économétrie à Aix-en-Provence, le 29 août 1980, Université de Californie, Berkeley, 1980. L'article le plus intéressant et le plus stimulant est certainement celui de R. DORNBUSCH mais il reflète par trop l'opinion de l'auteur. J. FRANKEL est beaucoup plus objectif.
65. Il est de plus en plus rare de trouver un économiste de renom ne se réclamant pas de KEYNES. Fort heureusement, dans une récente "lettre à l'éditeur" parue dans le WSJ, M. FRIEDMAN a déclaré : "I regard myself as a monetarist, and I believe I am not alone in doing so"; sans lui, certains ne sauraient plus à quel "Saint" se vouer...
66. La pente de la courbe est fonction du degré de mobilité des capitaux. Pour un exposé plus complet, voir : Jacob FRENKEL et Carlos RODRIGUEZ, "Exchange Rate Dynamics and the Overshooting Hypothesis", polycopié, National Bureau of Economic Research, août 1980. Il est important de noter que les marchés financiers s'ajustent au rythme dicté par le marché réel. Un choc monétaire n'a pas plus d'effet sur l'un que sur l'autre.
67. R. DORNBUSCH, "Expectation and Exchange Rate Dynamics", JPE, décembre 1976, pp.1161-1176.
68. La question posée est de savoir si l'on se trouve en équilibre avant le choc monétaire. R. DORNBUSCH y répond dans "Open Economy Macroeconomics"

Basic Books, New-York, 1980, pp.210ss.

69. Il est possible d'écrire l'équation générale (8) sous une forme plus apte au test économétrique :

$$e = (m - m^*) - \sigma (\bar{y} - \bar{y}^*) - \frac{1}{\theta} (i - i^*) + (\lambda + \frac{1}{\theta}) (\pi - \pi^*)$$

Une hausse du revenu provoque une appréciation de la monnaie puisque la demande de monnaie augmente alors que l'offre est inchangée.

Pour mesurer  $(i - i^*)$  on prend les taux à court-terme étant donné que ce sont eux qui dirigent les mouvements de capitaux responsables des fluctuations sur le marché des changes. Les taux à long-terme sont alors réservés à la mesure du différentiel des anticipations inflationnistes,  $(\pi - \pi^*)$ . Ainsi, une hausse des taux d'intérêt à long-terme déprécie la monnaie, alors qu'une hausse des taux à court-terme l'apprécie. Cette formulation semble intéressante pour expliquer la dépréciation dans les pays connaissant des taux élevés d'inflation, tels Israël ou les pays d'Amérique Latine. Toutefois, ces pays ne disposent pas de marché monétaires au sens économique libéral du terme, ce qui rend évidemment difficile une étude sérieuse.

70. Charles WILSON, "Anticipated Shocks and Exchange Rate Dynamics", JPE, juin 1979, pp.639-647. WILSON ne parvient pas à une conclusion définitive, puisque selon lui "l'annonce d'une politique expansionniste a un effet mais sa direction et son intensité dépendent des conditions du moment", p.646. L'approche de WILSON a été reprise et approfondie par ; R. DORNEBUSCH et S. FISHER, "Exchange Rate and the Current Account", AER, décembre 1980, pp.960-971.
71. J. FRENKEL, voir [\*13].
72. Par rapport au nombre de modèles et de variantes proposés, relativement peu de tests ont été publiés. Voir MURPHY et Van DUYRE ainsi que J. FRANKEL sous [\*64] qui proposent quelques tests et une bibliographie.
73. J. FRANKEL, "The Mystery of the Multiplying Marks", polycopié, Université de Californie, Berkeley, 1980.
74. C. CALVO et A. RODRIGUEZ, "A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectation", JPE, mai-juin 1977, pp.617-625.
75. Certains pays ont été contraints d'empêcher ces phénomènes de substitution par des réglementations officielles. En Italie, par exemple, il n'est pas permis de conserver des billets de banque étrangers plus de 7 jours. D'autre part, afin d'éviter un phénomène de substitution trop important (et une évasion illégale de capitaux), la Banque d'Italie refuse les coupures excédant 50'000 livres en provenance des banques étrangères. Ces réglementations entrent dans la loi pénale italienne. Toutefois, selon le professeur BASEVI, il est fort possible que la seconde puisse être désavouée par le droit international.
76. Il convient de bien distinguer la gestion des encaisses de la spéculation. Les autorités françaises semblent ignorer cette distinction en tentant d'expliquer la faiblesse du franc à travers le seul mécanisme de la spéculation.
77. N. FIELEKE, "Foreign Exchange Speculation by US Firms : Some New Evidence", New England Economic Review, mars-avril 1979;  
B. PUTNAM et D. WILFORD "How Diversification Makes the Dollar Weaker",

- Euromoney, octobre 1978, pp.201-204. Ces études utilisent des chiffres publiés par le Département du Trésor américain et par la B.R.I.
78. H. BOURGUINAT et D. LACOEUE-LABARTHE, "Mouvements internationaux de capitaux et taux de change", dans "Economie et finance internationale", Dunod, Paris, 1982, pp.295-319. Dans cet article, les auteurs exposent l'état des recherches entreprises par le Laboratoire d'Analyse et de Recherche Economique de Bordeaux I au sujet des mouvements de capitaux. Leur préférence va à l'approche par le phénomène de substitution.
  79. voir [\*13].
  80. voir [\*64].
  81. BRANSON (1977), KOURI (1976), DOOLEY et ISARD (1978) et DORNBUSCH et FISHER (1980) ont contribué significativement par leurs articles au développement de cette approche ainsi qu'à une reconsidération du rôle de la balance courante. Pour une bibliographie plus précise et complète, voir MURPHY et Van DUYNÉ cités en [\*64].
  82. Pour de plus amples détails, voir l'article de FRANKEL cité en [\*64]. Il convient toutefois de préciser que pour  $\beta$  la fonction choisie est de la forme  $\exp [\alpha + \beta((1-i^*) - E(\Delta e))]$ , ce qui explique  $\alpha$  apparaissant dans l'équation (2).
  83. R. DORNBUSCH, [\*64] ne considère que l'offre d'obligations émises par le gouvernement. D'autre part, les auteurs font l'hypothèse que le gouvernement n'émet que des titres libellés en monnaie nationale. Ce cadre de référence paraît s'éloigner par trop de la réalité, ce qui explique sans doute les mauvais résultats des modèles "portefeuilles" dans les tests économétriques.
  84. Voir les articles de FRANKEL et MURPHY et Van DUYNÉ cités en [\*64].
  85. FRANKEL s'est le plus intéressé au phénomène de diversification des portefeuilles. C'est à l'aide d'un modèle-portefeuille qu'il a expliqué la sous-évaluation du dollar par rapport au mark dans la première partie des années 70. On pourrait expliquer de la même manière l'évolution du dollar dès 1980. Jeffrey FRANKEL, "The Mystery of the Multiplying Marks : A Modification of the Monetary Model", U.C., Berkeley, polycopié, 1980.
  86. Pour des propositions concrètes allant dans ce sens, voir le point 1.4. du chapitre 12, notamment la proposition de Mac Kinnon.
  87. W. LEONTIEF, article reproduit dans Business Week du 16 août 1982, p.12.
  88. C'est à MUNDELL que l'on doit cette distinction entre ordre et système. R. MUNDELL, "The Future of the International Financial System", dans le recueil de textes, A. ACHESON et autres "Bretton-Woods Revisited", University of Toronto Press, Toronto, 1972, p.92. Richard COOPER a préféré le terme régime à celui d'ordre. R. COOPER, "Prolegomena to the Choice of an International Monetary System", International Organization No.29, Hiver 1975, p.64.
  89. R. MUNDELL: "International Economics", Mac Millan, New-York, 1968. Le problème du système monétaire a été plus longuement débattu sous l'angle politique. Pour une bibliographie à ce propos, consulter les notes du chapitre 12.
  90. M. FRIEDMAN, "Commodity Reserve Currency", dans son "Essays in Positive Economics", University of Chicago Press, Chicago, 1953.

91. R. HARROD, "Money", Mac Millan, New-York, 1969, pp. 309-310.
92. Voir par exemple :  
R. Mac KINNON, "Private and Official International Money : The Case for the Dollar", Essays in International Finance No.74, Princeton University Press, 1969;  
ainsi que les contributions de GRUBEL et JOHNSON dans le recueil MUNDELL et SWOBODA, "Monetary Problems of the International Economy", University of Chicago Press, Chicago, 1969.
93. S.-C. KOLM, "Les Etats-Unis bénéficient-ils du "droit de seigneur" ?", Kyklos, vol.23, 1971, pp.425-443.
94. Pour se faire une idée de la proportion des réserves détenues sous la forme de bons du Trésor américains, voir R. DORNBUSCH, "U.S. International Monetary Policies", déposition devant le Subcommittee on International Trade Investment and Monetary Policy, U.S. House of Representatives, 4 novembre 1981.
95. L'ouverture de ces marchés a modifié la définition d'un euro-dollar, qui devient la suivante : "un euro-dollar est un dollar émis par une banque non-américaine (critère de résidence) ou par une banque américaine, si et seulement si (dans ce dernier cas), cela n'est pas pour un résident américain".
96. Cette classification s'inspire d'un article intéressant d'Alain COTTA, "Les aspects financiers du redéploiement mondial", Revue d'Economie Politique, No.1, 1981, pp.56-74.
97. Pour une analyse très complète, tant du point pratique que théorique, voir le texte de Rainer MASERA, "Déterminants of the Growth of Euro-currency Markets", Banque d'Italie, polycopié, 1982.
98. Ian GIDDY, "Measuring the World Foreign Exchange Market", The Columbia Journal of World Business, Hiver 1979, pp. 36-48.
99. Giorgio BASEVI, cours d'économie monétaire internationale, 1982, Johns Hopkins University, Bologne.
100. Pour un exposé plus précis de la théorie de l'équilibre macroéconomique, on peut se référer au chapitre 10.
101. R. MUNDELL, "International Economics", Mac Millan, New-York, 1968, chap.10,20 et 21;  
M. AOKI, "On Decentralized Stabilization Policies and Dynamic Assignment Problem", JIE, 1976;  
R. COOPER, "Macroeconomic Policy Adjustment in Interdependent Economies", QJE, 1969;  
K. HAMADA, "A Strategic Analysis of Monetary Interdependence", JPE, 1976;  
J. HENDERSON, "Asymetry in Quasi-fixed Exchange-Rate System", JIE, 1975;  
R. Mac KINNON, "Money in International Exchange", Oxford University Press, New-York, 1979. L'ouvrage de Mac KINNON

est passionnant à de multiples égards. Pour le problème n-1, voir les pages 34 et suivantes.

### Chapitre 3 : L'expérience du flottement des monnaies

1. "International Monetary Reform : Document of the Committee of Twenty", IMF, Washington D.C., 1974.
2. Voir notamment le discours de V. GISCARD D'ESTAING à l'Ecole Polytechnique du 28 octobre 1975, abondamment relaté dans la presse. Il explique pourquoi les Etats devraient intervenir. Selon lui, les taux de change évoluent dans des conditions d'apesanteur et une faible pression suffit à provoquer d'énormes mouvements.
3. Le contenu de ce concordat n'a en fait jamais révélé publiquement. Voir à ce sujet, Euromoney, décembre 1981, pp.126 et ss.
4. John NARPER, "America Between the Past and Future", polycopié, Johns Hopkins University, Bologne 1982. A la page 48 de ce texte, le professeur HARPER cite une source selon laquelle l'ambassadeur américain en Arabie Séoudite aurait déclaré que Kissinger avait encouragé le Shah à augmenter les prix pétroliers afin d'être en mesure d'acheter les armes américaines qui permettraient à l'Iran de seconder les Etats-Unis dans le contrôle du Golfe. Selon cette même source, Kissinger aurait été convaincu par ses amis, les Rockefeller, que les revenus iraniens seraient de toute façon recyclés d'une manière avantageuse pour le système financier américain.
5. Voir le discours du président Carter à Notre Dame, le 22 mai 1977, reproduit dans le Department of State Bulletin du 13 juin 1977, au cours duquel il affirmait que le modèle soviétique était infiniment inférieur. "It is a new world, but America should not fear it. It is a new world, and we should help to shape it". Il est aussi très intéressant de se référer au "manifeste de politique extérieure" de Brzezinski, "America in a Hostile World", Foreign Policy, Summer 1976.
6. Voir par exemple le "bestseller" de Jack KEMP, un jeune député républicain de l'Etat de New-York. J. KEMP, "An American Renaissance, a Strategy for the 1980's", Berkeley Books, New-York, 1979. Ce livre illustre bien l'idéologie de la nouvelle droite américaine, brutale et dénuée de "subtilité intellectuelle". Les personnalités qui ont officiellement soutenu ce livre ont, à mon avis, perdu énormément de leur crédit intellectuel, ainsi Jude WANNISKI, Irving KRISTOL, Arthur LAFFER, Robert MUNDELL, Norman TURE, Paul Craig ROBERTS et David STOCKMAN.
7. Kenneth WALTZ, "Theory of International Politics", Reading, Mass., 1979, chapitre 7. Pour des données précises sur l'évolution des relations économiques avec l'étranger, voir "Atlas of U.S. Foreign Relations", Department of State Bulletin, septembre 1981. Il convient de mentionner que le Canada est le premier partenaire commercial des Etats-Unis et que le Mexique va bientôt remplacer le Japon en deuxième position. Voir également "Now we're Fixed for Strategic Minerals", Fortune, 9 février 1981.

#### Chapitre 4 : Conclusions de la première partie

1. Dean ACHESON, New York Times Magazine, 22 juin 1952, reproduit dans Lloyd GARNER, "The Korean War", New York, 1975, p.185.
2. J.K. GALBRAITH, "L'argent", Gallimard, Paris 1976, pp.476-477.

#### Chapitre 5 : Présentation du système économique relationnel en économie ouverte

1. Au 31 décembre 1975, 44 des 128 membres du FMI avaient formellement opté pour le principe de convertibilité selon l'article VIII des statuts. En réalité, parmi ces 44 pays, beaucoup ont encore, à l'instar de la Bolivie ou l'Argentine, une monnaie inconvertible de facto.
2. Se devant stable par nature, le DTS a été défini lors de sa création en 1967, en termes de dollar et d'or. Mais le système monétaire ayant évolué de la manière que l'on connaît, il s'est avéré nécessaire de redéfinir la valeur du DTS. Aussi, en juin 1974, une méthode de pondération a-t-elle été choisie, selon laquelle le DTS se définissait en fonction d'une moyenne pondérée des 16 principaux pays dont les exportations dépassaient 1% du commerce mondial.

Toutefois, dans le but de faciliter l'emploi du DTS et d'éviter le délicat problème du Fonds de Substitution, un nouveau système de pondération est entré en vigueur le 1er janvier 1981. Actuellement, le DTS correspond à une moyenne pondérée des monnaies de 5 principaux pays industrialisés, selon leur part dans le commerce international : dollar 42%, mark 19%, franc français, yen et livre sterling chacun 13%. De plus, afin de garantir une plus grande stabilité au numéraire du FMI, la valeur quotidienne du DTS est basée sur la valeur moyenne desdites monnaies au cours des trois mois précédant le jour de la calculation. Tous les cinq ans, il est prévu de revoir la pondération et éventuellement de remplacer une monnaie par une autre. Par ailleurs, une redéfinition est prévue en tout temps, si les conditions l'exigent.

En ce qui concerne les taux d'intérêt, le FMI prend en considération les taux d'intérêt en vigueur dans les 5 mêmes pays. Cependant, le fait de se baser sur les taux à 3 mois ou moins uniquement, biaise la valeur du taux servi sur le DTS. En effet, en procédant de la sorte, ce taux ne reflète que les conditions monétaires des 5 pays considérés, sans tenir compte des anticipations inflationnistes. Mais ce sujet pourrait aisément faire l'objet d'une étude séparée.

3. Bien que n'étant pas le premier économiste à avoir utilisé ce concept, JOHNSON a toutefois contribué à une clarification de ce mécanisme d'équilibrage automatique de la balance des paiements. Son article est devenu un classique en la matière : "Towards a General Theory of the Balance of Payments", dans "International Trade and Economic Growth", Allen &

- Unwin, Londres, 1958. Voir également : "Money, Trade and Economic Growth" Allen & Unwin, Londres, 1962.
4. Pour une entreprise, le taux d'intérêt nominal est très important, dans le sens qu'il amplifie le service de la dette et crée ainsi des besoins de liquidité affectant le cash flow de l'entreprise. La part destinée à l'autofinancement s'en trouve réduite d'autant.
  5. Les n pays bénéficient évidemment différemment des avantages de l'expansion du commerce international, en fonction de leur propension marginale à importer et à exporter. L'OCDE s'est penchée sur ce problème de l'interdépendance parmi ses membres et a chiffré les élasticités dans un vaste modèle, le projet INTERLINK. Pour de plus amples renseignements, se référer à : "Economic Outlook, Occasional Studies", OCDE, No.3-33, 1979, Paris. Existe également en français, sous le titre "Modèle des liaisons internationales établi par l'OCDE".
  6. Le texte de De GRAUWE a l'avantage d'utiliser la méthode économique "scientifique" par comparaison aux trop nombreux textes polémiques ne reflétant qu'une idéologie partisane : P. De GRAUWE, "Income Taxes and Supply Shocks in Open Economics", Université de Louvain, photocopié, mars 1982.
  7. Pour un bon exemple du projet républicain, voir le bestseller de Milton et Rose FRIEDMAN, qui d'ailleurs a fait l'objet d'une série télévisée à grand succès : "Free to Choose", Avon, New York, 1981. Cet ouvrage, certes attrayant, rappelle par trop le célèbre conte philosophique de Voltaire dans lequel Friedman personnifierait à la fois Candide et le docteur Pangloss !
  8. Voir le commentaire du FT à propos du rapport du GATT; FT, 12 novembre 1982, p.5.
  9. A l'Institut Auguste Comte à Paris, les 10, 11 et 12 décembre 1981, Christian STOFFAES, chef du Centre d'Etudes et de Prévision du Ministère de l'Industrie et professeur à l'Institut d'Etudes Politiques, a organisé un colloque sur le thème "L'économie américaine, enjeux et politiques". La revue du Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (édité par la Documentation Française) a consacré son No.9 (1er trimestre 1982) sur le thème : "Le Reaganisme : fondements doctrinaux et dimensions internationales". Le texte de Ch. STOFFAES, "La Reaganisme en perspective", sert d'introduction aux communications qui ont été présentées au colloque. Y participaient notamment, MM. Jerry Jordan, James Galbraith, Robert Weintraub, conseillers économiques du Président Reagan, ainsi que plusieurs anciens conseillers de la Maison Blanche, tels Lawrence Klein, aujourd'hui à l'université de Pennsylvanie et Paul Mc Cracken, à l'université de Michigan, des experts comme Lester Thurow du M.I.T., Edward Fried de la Brooking Institution, Rudolf Oswald de l'A.F.L.-C.I.O., Jack Mesyer de l'American Entreprise Institute, etc., pour ne parler que des invités américains.

## Chapitre 6 : La politique monétaire américaine

1. H. DENIS, "Histoire de la pensée économique", PUF, Paris, 1974, p.689.
  2. Voir par exemple :
    - Thomas MAYER et autres, "The Structure of Monetarism", W.W. Norton, New York, 1978;
    - T. MAYER, "Monetarism : Economic Analysis or Weltanschauung", Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, 1978, pp.233-250;
    - Franco MODIGLIANI, "The Monetarist Controversy", AER, vol.67, mars 1967, pp.1-19;
    - George TAVLAS, "Keynesian and Monetarist Theories of the Monetary Transmission Process : Doctrinal Aspects", JME, vol.7, 1981, pp.317-337.
  3. F. MODIGLIANI et M. FRIEDMAN, "The Monetarist Controversy", Economic Review of the Federal Reserve Bank of San Francisco, Printemps 1977, supplément, p.18.
  4. M. FRIEDMAN et A. SCHWARTZ, "A Monetary History of the United States (1867-1960)", Princeton University Press, 1963.
  5. Le meilleur exposé du mécanisme de transmission est sans doute :
    - Karl BRUNNER et Allan MELTZLER, "An Aggregative Theory for a Closed Economy", dans le recueil d'articles de Jérôme STEIN, "Monetarism", North-Holland Publishing Company, Amsterdam, 1976, pp.69-103.
  6. Pour le rôle des anticipations, voir le point 5 de ce chapitre.
  7. Alexandre LAMFALUSSY, "Observation de règles ou politique discrétionnaire ? Essai sur la politique monétaire en milieu inflationniste", Etudes Economiques de la B.R.I., No.3, avril 1981.
  8. Ce problème sera traité sous un autre angle lors du chapitre 10. Pour une excellente discussion à propos de ce thème, voir A. CROCKETT et M. GOLDSTEIN, "Inflation Under Fixed and Flexible Exchange Rates", IMF SP, No.23, 1976, pp.509-544. Les auteurs parviennent à la conclusion qu'un système de changes fixes est légèrement moins inflationniste par nature. Parmi ceux qui approuveraient (dans une certaine mesure du moins) cette opinion, citons :
    - L. YEAGER, "Discipline, Inflation and the Balance of Payments", dans le recueil d'articles réunis par N. BEADLES et L. DREWRY, "Money, the Market and the State", Georgia, 1968, pp.1-34;
    - A. LAFFER, "Two Arguments for Fixed Exchange Rates", dans le recueil d'articles réunis par H. JOHNSON et A. SWOBODA, "The Economics of Common Currencies", Londres, 1973;
    - K.-W. RIECHEL, "Economic Effects of Exchange Rate Changes", Lexington, Mass., 1978;
    - W. CORDEN, "Expansion of the World Economy and the Duties of Surplus Countries", The World Economy No.1, 1978, pp.121-134.
- Parmi ceux qui réfuteraient cette opinion :
- O. EMMINGER, "Inflation and the International Monetary System", Bâle, 1973;
  - E. PHAUP, "Reserve Changes and the Discipline Argument", Atlantic Economic Journal No.2, 1974, p.58;
  - H. WITTEVEEN, "Inflation and the International Monetary Situation", AER,

- Papers and Proceedings, No.65, 1975, pp.108-114.
9. P. VOLCKER a obtenu son M.A. de Harvard's Graduate School of Public Administration. Il a ensuite passé son temps entre les affaires bancaires privées (Chase Manhattan) et publiques (chercheur au New York Fed, assistant de Robert Roosa -alors Sous-Secrétaire du Trésor pour les Affaires monétaires sous Kennedy-, Sous-secrétaire lui-même sous Nixon, puis Président du New York Federal Reserve Board). Paul Volcker est un personnage passionnant qui plaît par sa franchise, son langage direct et ses compétences techniques, lesquelles font peur à plus d'un politicien. Le TIME du 8 mars 1982 lui a consacré sa partie spéciale, pp. 46-54.
  10. Pour une réaction intéressante parce que visionnaire, émanant du milieu bancaire privé, voir M. MENDELSON, "U.S. Monetary Policy : Sizing up the Implications", The Banker, novembre 1979, pp.25-30.
  11. La première objection que l'on peut formuler à l'égard de l'efficacité de cette politique est qu'elle n'affecte pas tous les "établissements financiers". En effet, depuis la contribution de J. GURLEY et E. SNAW, "Money in a Theory of Finance", Brookings Institution, Washington, 1960, (existe également en français), la notion d'intermédiation financière s'est considérablement élargie; les banques que contrôle le Fed n'en constituent qu'une partie.
  12. Une seconde objection provient de ce que le Fed impose différents coefficients de réserves minimales, selon la nature du dépôt. Les banquiers sont alors incités à modifier le comportement de leurs clients en les faisant passer d'un type de compte à un autre plus commode, tout en leur garantissant le même service
  13. J. CARLSON, P. MACLIN et M. SNIDERMAN, "Interpreting Movements in Seasonally Adjusted Money-Supply Data", Economic Review of the Federal Reserve Bank of Cleveland, juillet 1980.
  14. Pour des exposés plus précis de la nouvelle politique du Fed, voir : Neil BERKMAN, "Bank Reserves, Money and Some Problems for the New Monetary Policy", New England Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, juillet-août 1980; N. BERKMAN, "Open Market Operations Under the New Monetary Policy", New England Economic Review, mars-avril 1981;
  15. A cette époque, le Gouvernement britannique adoptait aveuglément la thèse selon laquelle on peut diriger une économie par la gestion de la masse monétaire uniquement, tandis que la Banque d'Angleterre, plus pragmatique, proposait de fixer des normes de taux d'intérêt et de taux de change.
  16. Wall Street Journal, 17 juillet 1981, "Fed won't ease policy in face of protests from Europe on high rates, Volcker says".
  17. FT, 22 janvier 1982. Le fait que Reagan prenne le risque de parler d'un sujet aussi technique que M1 dans son exposé montre que les agrégats monétaires ont fait leur entrée dans l'arène politique. Ironiquement, la conclusion de Reagan voudrait que le Fed mène une politique monétaire plus stricte encore, ce qui constitue une sollicitation rare de la part d'un politicien, spécialement dans un environnement économique au ralenti, au départ d'une course électorale (les élections de novembre 1982).

18. Il fait allusion aux "Fed watchers" que nous avons décrits précédemment en relatant l'article du WSJ du 7 avril 1982. Le ministre des finances français, Jacques Delors, a utilisé une autre métaphore lorsqu'il demandait aux Etats-Unis de modifier leur système monétaire, afin "que Jupiter ne descende plus du ciel chaque semaine", FT, 3 février 1982, p.14.
19. FT, 22 janvier 1982.
20. Donald REGAN est "majored in English" (maîtrise ou licence d'anglais, en quelque sorte)... Il a toutefois longtemps travaillé à Wall Street, occupant une place importante chez Merrill Lynch. Dans ce même article, il s'est discrédité, à l'instar de William Clark, en matière de connaissance du fonctionnement des autres pays du globe. Voir à ce sujet l'article sarcastique de David MARSH, FT, 11 février 1982, p.23.
21. Cet article est partiellement reproduit dans Problèmes Economiques, la Documentation Française, 3 mars 1982, pp.26-28.
22. Avant 1968, les réserves qu'une banque-membre était tenue de constituer dans une semaine donnée, étaient calculées sur la base des dépôts comptabilisés au cours de ladite semaine; il s'agissait du système CRA. Depuis 1968, les réserves hebdomadaires à constituer sont calculées à partir du montant quotidien moyen des dépôts comptabilisés deux semaines auparavant; ce système est connu sous le sigle LRA.
23. WSJ, 1er février 1982. On trouvera une discussion plus précise et plus ample dans M. FRIEDMAN, "Monetary Policy : Theory and Practice", JMCB, février 1982.
24. A mon avis, cet article constitue le point le plus faible de la vision monétariste. Le rapport Radcliffe (1959), GURLEY et SHAW (1960) et plus récemment le rapport Wilson (1981) s'accordent à conclure que l'on ne peut considérer la masse monétaire comme l'unique source de liquidités du marché. Tous les débats autour de la détermination des agrégats montrent bien la difficulté inhérente au fait de cerner précisément la notion de monnaie. Voir à ce propos : Irving KRISTOL, "The Focus on the Fed", WSJ, 12 février 1982; "A Proposal for Redefining Monetary Aggregates", Federal Reserve Bulletin, janvier 1979; "The Redefined Monetary Aggregates, Federal Reserve Bulletin, février 1980. Dans la revue Banque, janvier 1982, pp.32-36, Christian de BOISSIEU présente un article intéressant relatant la course poursuite entre les innovations du système bancaire et les mesures de contrôle de la banque centrale (et du fisc) aux Etats-Unis. La thèse que soutient A. WOJNILOWER ("The Central Role of Credit Crunches in Recent Financial History" BPEA No.2, 1980) envisage qu'actuellement les autorités ont de l'avance sur le milieu bancaire et qu'ainsi, une crise de liquidité pourrait affecter le système économique dans son ensemble. Le niveau des taux d'intérêt et la progression du nombre des faillites sont deux indicateurs qui semblent confirmer la thèse de A. WOJNILOWER.
25. Jude WANNINSKI, dans un article stupide, se fait lui aussi une fois de plus le porte-parole des supply-siders en réclamant un retour à l'étalon-or, "The Interest Rate Mystery", WSJ, 2 avril 1982. Il va jusqu'à soutenir sa thèse en invoquant MARX et "Le capital"...
26. Mis à part ses articles dans FT. Voir "The Price of Economic Freedom :

- A Guide to Flexible Exchange Rates", Mac Millan, Londres, 1970.
27. FT, 8 février 1982, p.15.
  28. FT, 18 février 1982.
  29. FT, 19 février 1982.
  30. Voir |\*23|.
  31. TIME, 8 mars 1982, p.48. En anglais, on parle de "Impeachment", terme intraduisible en français, signifiant crime contre l'Etat, qu'il soit prémédité ou dû à des motifs de débilité mentale par exemple.
  32. Voir Euromoney de juillet 1981 pour un exemple de la dramatisation de la situation.
  33. FT, 19 mars 1982.
  34. "Make the Fed a Branch of the Treasury", L. CLARK, WSJ, 16 mars 1982, p.7.
  35. The Economist du 26 juin 1982 présente une couverture explicite : Paul Volcker y figure en affiche comme hors-la-loi; en-dessous on peut lire "recherché pour crimes contre la Reaganomie". Une main a barré l'affiche de l'inscription "Volcker est innocent". Cette couverture tentait de représenter le dilemme décrit par SPRINKEL, selon lequel "d'un côté il est dangereux de menacer l'indépendance du Fed car l'Administration pourrait se précipiter sur le chemin des politiques inflationnistes. Mais d'un autre côté, le Président est élu par le peuple et il a le droit de mettre en oeuvre son programme économique, pour lequel il doit être considéré comme l'unique responsable".
  37. H. WALLICH, "The Limits of Monetary Control", Quarterly Review of Economics and Business No.3, Automne 1981.
  38. ibid. p.14.
  39. Le premier article intéressant est certainement de Thomas SARGENT, "Rational Expectations, the Real Rate of Interest and the Natural Rate of Unemployment", BPEA No.2, 1973. Cependant, pour un exposé plus synthétique, voir : T. SARGENT et Neil WALLACE, "Rational Expectations and the Theory of Economic Policy", Studies in Monetary Economics, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, juin 1975.
  40. Dans son livre "L'élite du pouvoir", C. Wright MILLS (traduit par A. Chassigneux, éd. F. Maspero, 375 p., Paris, 1969) décrit la structure du pouvoir américain et son unité qui reposent sur l'évolution parallèle des organisations économiques, politiques et militaires, et sur la convergence de leurs intérêts respectifs.
  41. Les nouveaux accords sont passionnants à plus d'un égard, tant ils modifient l'esprit des relations syndicat-patronat. Pour de plus amples détails, voir FT, 15 février 1982 pour le cas de Ford et International Herald Tribune du 24 mars 1982 pour le cas de GM.
  42. En juin, Chase a souffert d'une spéculation dangereuse sur les titres du Gouvernement à travers la faillite de Drysdale. Quelques jours plus tard, la faillite de Penn Square affectait Continental Illinois et plus généralement l'ensemble du secteur bancaire américain dans ce qu'il a de mal géré. La presse a sérieusement envisagé un nouveau Krach, ce qui explique un certain relâchement monétaire.

## Chapitre 7 : La politique budgétaire

1. IBW, 7 décembre 1981, p.75. A propos de l'exactitude de ces chiffres, il convient de rappeler la mise en garde de l'OCDE dans l'Observateur No. 114, janvier 1982, p.26 : "Les données qui figurent dans les études fiscales de l'OCDE peuvent être utilisées à bon ou à mauvais escient pour défendre divers points de vue politiques et idéologiques". Les limites dont parle l'OCDE sont à fortiori applicables à d'autres sources de données.
2. Voir note [\*6] du chapitre 5.
3. De nombreux articles ont été consacrés à l'économie de l'offre et à ses résultats aux Etats-Unis. Pour une vue synthétique, "Etats-Unis : l'émergence de l'économie de l'offre", Revue d'Economie Politique No.5, 1981, pp.771-785.
4. IBW, 8mars 1982, p.61.
5. IBW, 16 août 1982, Special Report, "The Built-in Deficit", pp.66-73.
6. Voir les numéros de 1981 du Department of State Bulletin, dans lesquels on trouve les nombreux de MM. Rashish, Hormats, Baldrige et Brock.
7. Voir les Bulletins du FMI du premier trimestre 1982, mais plus particulièrement celui du 29 mars 1982, aux pages 81 à 87, qui montre bien la pauvreté de l'analyse économique du directeur général du FMI.
8. L. SILK, IHT, 28 mars 1982, p.77.
9. Voir le 3ème paragraphe du point 4.2.1. du chapitre 6.
10. La notion de BEBP (PSBR en anglais) est beaucoup plus appropriée que celle de déficit budgétaire pour évaluer l'impact public sur les marchés monétaires et financiers. Voir à ce propos l'article de l'économiste anglais (longtemps au FMI) Graeme Dorrance : "The PSBR : il it an Appropriate Indicator ?", The Banker, janvier 1982, pp.33-36. Pour le cas spécifique des Etats-Unis, dans lequel beaucoup d'activités "hors - budget" doivent être financées, voir Eric Chalmers, "How the US Government Funds its Debt", The Banker, janvier 1982, pp.29-31.
11. IBW, 8 mars 1982, p.61.
12. "Financement du déficit budgétaire et contrôle monétaire", OCDE, Séries Etudes Monétaires, Paris, 1982.
13. Basé sur la même étude de l'OCDE.
14. Voir chapitre 6 pour plus de détails.
15. L'étude de l'OCDE présente des graphiques qu'il est intéressant de consulter. Ils s'arrêtent toutefois en 1979 mais des données plus récentes peuvent être trouvées dans les Perspectives Economiques de l'OCDE.
16. Voir les graphes de l'annexe 4.
17. Le chapitre 8 donne plus de détails à propos des problèmes de liquidité aux Etats-Unis.
18. Comme on le verra plus loin, les autorités japonaises ont par la suite davantage joué sur les exportations de capitaux pour modifier la valeur du Yen; dans le but bien sûr de le maintenir à un niveau "compétitif".

Voir à ce propos I. OTANI et S. TIWARI, "Capital Controls and Interest Rate Parity : The Japanese Experience, 1979-1981", IMF SP, décembre 1981, pp.793-815.

19. Voir le point 3.1. du chapitre 8.
20. Voir Graeme Dorrance, [\*10]
21. "The Gilt-edged Market", Bank of England, Quarterly Bulletin, vol.19, 1979.
22. Ce "corset" a justement été abandonné en juin 1980 en raison de son inefficacité.

#### Chapitre 8 : Les problèmes de liquidité, ou l'issue de la Reaganomie

1. Voir IBW, 8 mars 82, pp.61-62.
2. Le tableau est tiré de The Economist, 16 octobre 1982, p.23. Pour des informations plus précises concernant l'évolution du nombre des faillites, voir TIME, 8 mars 1982 et 16 octobre 1982, p.45.
3. Voir l'analyse du WSJ, 28 mars 1982.
4. IHT, 15 mars 1982.
5. IHT, ibid.; pour des informations sur la liquidité des entreprises, voir "Corporate Financing : Changing Patterns", Bureau of Industrial Economics, US Department of Commerce, 1982.
6. Voir chapitre 6, point 4.4.
7. Associations offrant principalement des plans d'épargne-logement, donc prêtant à long terme et empruntant à court terme. Aux Etats-Unis, les taux hypothécaires ne peuvent pas, comme ne Suisse, être redéterminés globalement en raison de nouvelles conditions du marché. Seuls les nouveaux crédits sont affectés.
8. Voir [\*5].
9. Henry Kaufman est longuement cité dans IBW du 12 avril 1982, p.48. Il a par ailleurs écrit un article intéressant à propos des taux d'intérêt, "Danger : Too Much Turbulence", Challenge, mai-juin 1982, pp.4-14.
10. FT, 13 avril 1982, p.16.
11. IBW, 12 avril 1982, p.48.
12. J.TOBIN s'est exprimé à maintes reprises dans le New York Review of Books. Il a repris l'essentiel de ses idées dans "Wrong Mix", Challenge, mai-juin 1982, pp.21-27.
13. Le Mois Economique et Financier, Société de Banque Suisse, No.2-3, 1982, pp.6-8.
14. Voir point 4.2. du chapitre 6.
15. Voir point 4.4. du chapitre 6.
16. Pour les chiffres et leur évolution, voir le Federal Reserve Bulletin qui paraît chaque mois. M. LUFTALLA, "Libéralisme et contrôle monétaire" Banque, décembre 1980, présente de manière détaillée les nouveaux produits financiers. Un article du Washington Post du 12 octobre 1981 est aussi très intéressant à cet égard en commentant les innovations de Merrill Lynch et Sears Roebuck.
17. IHT, 18 novembre 1981, p.115.

18. *ibid.*
19. FT, 23 avril 1982, p.19.
20. FT, 17 février 1982, p.18.
21. Annual Financing Report, supplément de Euromoney du mois de mars, 1982.
22. The Economist, 20 décembre 1980. Le Libor valait 5% en 1977 et 20% en 1980; on a ainsi une idée de l'évolution de la pression exercée sur ces pays.
23. TIME, 8 mars 1982, p.49.
24. Economic Report of the President, février 1982, US Government Printing Office.
25. Emma de ROTHSCHILD, "The Philosophy of Reaganism", New York Review of Books, 15 avril 1982.
26. IHT, 20-21 mars 1982, p.9.
27. Financial Market Trends, OCDE, No.20, octobre 1981.
28. IHT, 20-21 mars 1982, p.9. Selon les résultats officiels, les réserves de change ont diminué de 60 milliards de FF, de février 1981 à février 1982.
29. Le Monde, 11 mai 1982, p.3.
30. FT, 4 mai 1982, p.9.
31. Le gouvernement a refusé d'employer le terme "austérité" qui évoque trop ce que la coalition socialo-communiste dénonçait alors qu'elle était dans l'opposition. Il a utilisé des mots-paravents pour exprimer la même idée : effort, rigueur, patience, solidarité, etc.
32. FT, 21 septembre 1982, p.2.
33. IHT, 24 novembre 1981, p.105.
34. Rapport annuel du FMI, décembre 1981.
35. IHT, 24 novembre 1981, p.165.
36. IHT, 19 février 1982.
37. IHT, 24 novembre 1981.
38. Ce rapport est commenté dans le FT du 26 mars 1982, p.8.
39. Voir IHT du 17 mars 1982, p.7.
40. WSJ, 19 mars 1982, p.10.
41. FT, 29 septembre 1982, p.4.

#### Chapitre 10 : La théorie de l'équilibre macroéconomique national

1. Ian TINBERGEN, "On the Theory of Economic Policy", Elvelier-North Holland, Amsterdam, 1952.
2. James MEADE, "The Theory of International Economic Policy", vol.1, "The Balance of Payments", Oxford University Press, 1951.
3. Certains auteurs attribuent à FLEMING uniquement les honneurs de la découverte. Cela provient du fait qu'il était alors directeur de département de recherches économiques du FMI, dans lequel travaillait Mundell, et qu'il publia l'article le plus clair à ce propos : M. FLEMING, "Domestic Financial Policies Under Fixed Exchange Rates", IMF SP, novembre 1962. Cependant, il n'avait rien apporté de véritablement nouveau à l'article de MUNDELL, "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability", IMF SP, mars 1962. En réalité,

tous deux étaient liés à la recherche de JOHNSON qui en publia les premiers éléments dans H. JOHNSON, "Towards a General Theory of the Balance of Payments", dans International Trade and Economic Growth, Allen & Unwin, Londres, 1958.

4. Voir point 5. du chapitre 6.
5. Voir points 1.2. et 1.3. du chapitre 8.
6. Polycopié du discours du 26 avril 1979, p.7.
7. Le professeur MEADE, à l'âge de 74 ans, travaille encore actuellement à l'Université de Cambridge où il dirige un ouvrage important sur le sujet de la stagflation. Bien que la préoccupation principale de ce groupe du Département d'Economie Appliquée soit essentiellement le problème britannique, ses travaux n'en demeurent pas moins valables pour l'ensemble des économies occidentales. Seule la première partie des recherches a été publiée mais on a déjà pu se faire une idée de leur substance à travers les nombreux articles parus dans le FT, sous la plume de S. BRITAN, qui semble avoir été très influencé par la pensée "raffaichie" de James MEADE. La réinterprétation que je propose est personnelle et s'inspire directement de l'esprit de "MEADE version 1951". Les conclusions auxquelles je parviens sont heureusement de la même veine que celles suggérées par "MEADE version 1981". Voir par exemple J. MEADE, "A New Financial Strategy", FT, 8 décembre 1981, p.17.
8. Les conclusions de SUMMERS sont reproduites dans IBW, 21 juin 1982, p.65.
9. IBW, 21 juin 1982, p.65.
10. Marina V.N. WHITMAN dans un article de R. DORNBUSCH, "Where Do We Stand ?", BPEA No.1, 1981.
11. Deux économistes ont proposé une réforme allant dans ce sens : R. BRYANT "Money and Monetary Policy in Independent Nations", The Brookings Institution, Washington D:C., 1980, 600p.; A. LAMFALUSSY, "Observation de règles ou politique discrétionnaire ? Essai sur la politique monétaire dans un milieu inflationniste", B.R.I., Bâle, Etude Economique No.3, avril 1981, 54p. BRYANT base son analyse très technique sur la futilité des objectifs intermédiaires et sur la difficulté de les définir, tandis que LAMFALUSSY insiste davantage sur l'aspect doctrinaire de certaines technicités absurdes.

#### Chapitre 11 : Test de validité de l'outil théorique

1. Voir notamment le point 4. du chapitre 7.
2. Le but de ce chapitre est de tester un outil théorique et non pas de fournir des éléments d'actualité à des fins de prévision économique. Il serait toutefois intéressant d'actualiser les graphes proposés en annexe 5.
3. Giorgio BASEVI et Michele CALZOLARI, "Previsione e interpretazione dei tassi di cambio", dans Rapporto di previsione, Giugno 1981, Promoteia, Bologna, pp.76-110. Dans cet article, les deux auteurs présentent une étude s'inspirant du même mode de représentation. Ils dessinent les droites de régression pour le cas de l'Italie mais oublient de souligner qu'elles ne sont valables qu'à un moment précis. En matière de prévision,

l'évolution des droites d'équilibre revêt autant d'importance que l'évolution des points du graphe eux-mêmes.

4. R. DORNBUSCH, "Exchange Rate Economics : Where Do We Stand ?", BPEA No.1, 1980, p.173.
5. Se référer à la deuxième partie du travail qui traite précisément des effets de contagion de l'incohérence du "policy-mix" américain.
6. Jeffrey SACHS, "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970's", BPEA No.1, 1981, pp.201-282. J. SACHS soutient la thèse que ce sont les investissements qui affectent les taux de change et non pas le déficit de la balance courante. Son approche théorique à deux périodes est très intéressante mais comme l'a dit Stanley FISCHER dans son commentaire, il est dommage que J. SACHS se soit contenté d'employer un rapport de causalité univoque dans l'explication de phénomènes aussi complexes que la balance courante et le taux de change (pp.279-280).
7. Voir les points 432.2. du chapitre 7 et 3.1. du chapitre 8.
8. Michel DEBONNEUIL et Henry STERDYNIAK, "Apprécier une dévaluation", Economie et Statistique (INSEE), mars 1982, pp.88-108.
9. OCDE, "International Linkage Model", Economic Outlook, occasional studies, janvier 1979. Voir également "OECD Interlink System", vol.1, "Structure and Operation", Printemps 1982. Dans "Financement du déficit budgétaire et contrôle monétaire", Paris 1982, l'OCDE présente les modèles de Data Resources, du MIT, de la Federal Reserve Bank of St-Louis, du National Institute for Economic and Social Research, du British Treasury, de la Banque du Canada, de la Banque du Japon et le modèle METRIC de l'INSEE qui convergent tous vers les mêmes conclusions malgré leurs bases idéologiques différentes.
10. L'article de G. BASEVI cité sous [\*3] montre clairement cette évolution divergente à l'aide d'un graphique très explicite.
11. Voir le point 3.4. du chapitre 8.
12. Voir par exemple S. BRITTAN dans le FT du 4 février 1982, p.19 "I do not believe these gentlemen (central bankers) can be expected to discover the real rate at which the demand for investment and the supply of savings would balance". L'éternel argument qui n'en est pas un...

## Chapitre 12 : Les aménagements du système économique international

1. Dans la théorie pure, ce sont les seuls systèmes qui prévoient des mécanismes d'ajustement automatiques.
2. Voir le point 2.3. du chapitre 2.
3. Ian SHANNON, "Gold and the American Balance of Payments", éd. Henry Regnery, Chicago, 1966, p.22.
4. Don D. HUMPHREY, "The Case for Gold", dans le recueil de textes réunis par Fred Bergsten et William Tyler, "Leading Issues in International Economic Policy", D.C. Heath, Lexington, 1973, p.88.
5. R. MUNDELL, "Toward a Better International Monetary System", JMCB No.1, août 1969, p.646.

6. Voir l'excellent ouvrage politico-économique de John WILLIAMSON, "The Failure of World Monetary Reform, 1971-1974", Thomas Nelson, Londres, 1977.
7. E. FROMM, "May Man Prevail", Anchor Book, New York, 1961. p.208, cité par R. TRIFFIN "Our International Monetary System : Yesterday, Today and Tomorrow", Random House, New York, 1968, p.75.
8. Pour les propositions de KEYNES, il est possible de se rapporter aux textes originaux reproduits dans "The International Monetary Fund, 1945-1965", FMI, Washington D.C., 1969, vol.1, partie 1; on peut aussi consulter R. GARDNER, "Sterling-Dollar Diplomacy", Clarendon Press, Londres, 1956, chap.5 et 7.
9. Il s'agissait de E. Despress, C. Kindleberger et W. Salant. Voir The Economist du 5 février 1966, "The Dollar and the World Liquidity : A Minority View".
10. C. KINDLEBERGER, "The Politics of International Money and World Language" Essays in International Finance No.61, Princeton 1967, p.1. Voir également R. Mc KINNON, "Private and Official International Money : The Case for the Dollar", Essays in International Finance No.74, Princeton, 1967. A la page 74, Mc KINNON affirme qu'"un étalon-dollar peut être...le plus efficace des instruments pour résoudre le problème de la liquidité internationale".
11. R. MUNDELL, "Toward a Better...", voir note |\*5|, p.644. L'opinion de MUNDELL a prodigieusement évolué au cours du temps, puisqu'au début des années 60, il était un partisan convaincu des taux de change flottants.
12. C. KINDLEBERGER, "The World in Depression, 1929-1939", University of California Press, Los Angeles 1973, p.307.
13. Voir Mc KINNON, |\*10|, p.30.
14. D. CALLEO, "Money and the Coming World Order", New York University Press, 1976, p.50.
15. ibid., p.38.
16. C. KINDLEBERGER, "The Euro-dollar and the Internationalization of the United-States Monetary Policy", Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review No.22, 1969, pp.11-15.
17. R. MUNDELL, "The Future of the International Financial System" dans le recueil d'articles réunis par A. Acheson, "Bretton-Woods Revisited", University of Toronto Press, 1972, p.100.
18. R. Mc KINNON, "New Tripartite Monetary Agreement or a Limping Dollar Standard ?", Essays in International Finance No.106, Princeton, 1974, p.2.
19. Ernest MANDEL, "Decline of the Dollar : A Marxist View of the Monetary Crisis", Monad Press, New York, 1972, p.114.
20. Les Français se sont toujours sentis écrasés par l'emprise monétaire anglo-saxonne. Voir C. KINDLEBERGER, "The International Monetary Politics of a Near-great Power : Two French Episodes, 1926-1936 and 1960-1970", Economic Notes No.1, mai-décembre 1972, pp.30-41. Pour une illustration typique de la position française, voir Michel DEBRE, "La monnaie du bon plaisir", Le Monde, 28 janvier 1976, p.1.
21. Voir le point 2.1. du chapitre 2 pour un exposé sur le seigneurage.
22. C. KINDLEBERGER, |\*10|, p.4.
23. S.STRANGE, "Sterling and British Policy", Oxford University Press,

- Londres, 1971, p.39.
24. C. KINDLEBERGER, [\*12], p.292.
  25. Voir notamment R. ALIBER, D. CALLEO, B. COHEN, P. KENNEN, C. KINDLEBERGER et S. STRANGE pour ne citer que les principaux auteurs.
  26. C. KINDLEBERGER, dans D. CALLEO, [\*14], pp.32-35.
  27. ibid.; voir également C. KINDLEBERGER, "The Dollar -Yesterday, Today and Tomorrow" dans le recueil de textes réunis par J. Backman et E. Bloch, "Multinational Corporations, Trade and the Dollar", New York University Press, 1974, pp.32-37.
  28. Dans l'ouvrage cité en [\*5], à la page 645, R. MUNDELL emploie le terme de "Jeurodollar", qui aurait l'avantage de ménager les susceptibilités...
  29. R. Mc KINNON, [\*18]; R. COOPER, "Eurodollar, Reserve Dollars and Asymmetries in the International Monetary System", JIE No.2, 1972, pp.325-344. En général, on parle de la "proposition Mc Kinnon" lorsque l'on se réfère à ce mode d'organisation.
  30. Fred BERGSTEN, "Toward a New International Economic Order", D.C. Heath ed., Lexington, 1975, chapitre 23.
  31. R. Mc KINNON, [\*18]. Samuel BRITAN (FT) apprécie bien la proposition Mc Kinnon qu'il présente périodiquement dans ses articles. Il y a d'ailleurs consacré un "Economic Viewpoint" complet en date du 25 mars 1982.
  32. P. VOLKER, "The Political Economy of the Dollar", The Banker, janvier 1979, pp.41-51.
  33. Voir le FT du 19 juillet 1982, p.14.
  34. Voir l'article IV des Accords de la Jamaïque : "...The Fund shall exercise firm surveillance over the exchange rate policies of members".
  35. Le principe du taux de référence a été proposé la première fois par W. ETHIER et A. BLOOMFIELD, "Managing the Managed Float", PEIF No.112, octobre 1975; ils l'ont redéfini par la suite dans "The Reference Rate Proposal and Recent Experience", Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, 1978, pp.211-232.
  36. IBW, 28 juin 1982, p.57.
  37. R. COOPER, "Exchange Rates Surveillance", paru dans R. MUNDELL et J. POLACK, "The New International Monetary System", New York, 1977.
  38. Voir par exemple R. DORNBUSCH, "Equilibrium and Disequilibrium Exchange Rates", polycopié, MIT, février 1982, ainsi que S. BLACK, "Central Bank Intervention and the Stability of Exchange Rates", Seminar Paper 136, University of Stockholm, février 1980. Dale HENDERSON a étudié plus précisément le problème des modifications dans la composition des portefeuilles dans "Exchange Market Intervention Operations : Their Effects and their Role in Financial Policy", polycopié, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1982, p.57.
  39. IBW, 28 juin 1982, p.57.
  40. P. KENNEN dans l'ouvrage de R. MUNDELL et J. POLACK, [\*37], p.208.

### Chapitre 13 : Conclusion

1. Fred HIRSH, "Is There a New International Economic Order ?", International Organisation No.30, Eté 1976, p531.
2. P. KENNEN, "Reforming the Monetary System - You Can't Get There From Here", Euromoney, octobre 1974, pp.21-22.
3. R. DORNBUSCH, Testimony before the Joint Economic Committee, novembre 1981.
4. James TOBIN, "A Proposal for International Monetary Reform", Cowles Fondation Discussion Paper 506, Yale University, octobre 1978.