



Documents de travail du Département des Affaires  
économiques de l'OCDE No. 14

La conduite de la politique  
monétaire dans la phase  
actuelle de reprise  
économique

**Paul Atkinson,  
Jean-Claude Chouraqui**

<https://dx.doi.org/10.1787/267887452308>

OECD  
DEPARTMENT  
OF ECONOMICS AND STATISTICS  
  
WORKING PAPERS

No.14 : LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE DANS  
LA PHASE ACTUELLE DE REPRISE ECONOMIQUE

Par

Paul Atkinson et  
Jean-Claude Chouraqui

Division des politiques monétaires et budgétaires

Avril 1984





DEPARTEMENT DES AFFAIRES ECONOMIQUES

ET STATISTIQUES

DOCUMENTS DE TRAVAIL

La série "Documents de Travail" a pour but de permettre à un plus grand nombre de lecteurs de disposer de certaines études menées au sein du Département pour les besoins de l'OCDE. Ces documents sont généralement établis par un groupe d'auteurs dont les principaux sont mentionnés. Ils sont disponibles en anglais et en français.

Tout commentaire sur ces documents sera apprécié et pourra être adressé à l'OCDE, Département des Affaires Economiques et Statistiques, 2, rue André-Pascal, 75775 Paris, Cedex 16. Des exemplaires supplémentaires peuvent être fournis en nombre limité sur demande.

ORGANISATION DE COOPERATION ET DE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUES

21408

Copyright OECD, 1983

W.6106E



LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE DANS  
LA PHASE ACTUELLE DE REPRISE ECONOMIQUE

par

Paul Atkinson et  
Jean-Claude Chouraqui\*

Division des politiques monétaires et budgétaires

---

\* Les vues exprimées sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement les opinions de l'OCDE ou de ses pays membres.

## TABLE DES MATIERES

	<u>Page</u>
I. INTRODUCTION	4
II. L'ORIENTATION DE LA POLITIQUE MONETAIRE AU COURS DE LA REPRISE ECONOMIQUE ACTUELLE ET DANS LES PERIODES SIMILAIRES DU PASSE	4
III. ASPECTS TECHNIQUES DE L'EMPLOI DE LA POLITIQUE MONETAIRE POUR MAITRISER LA DEMANDE	9
A. L'expérience en matière d'annonce d'objectifs monétaires	9
B. La relation entre masse monétaire et revenu national en valeur	11
1. Le bilan des observations empiriques	11
2. L'incidence des innovations financières	15
C. La prise en compte du taux de change dans la formulation de la politique monétaire	18
D. L'attitude actuelle des autorités monétaires	19
IV. LE ROLE DE LA POLITIQUE MONETAIRE DANS LA REPRISE ECONOMIQUE EN COURS	20
A. Le choix d'un objectif de taux d'inflation	20
B. La politique monétaire et le "partage" de la croissance de l'activité entre prix et production	22
C. Possibilités d'action en faveur de l'investissement et de la rentabilité des entreprises	24
D. Obstacles éventuels à une reprise durable	29
1. L'importance du déficit budgétaire prévisible des États-Unis	29
a. Répercussions aux États-Unis	29
b. Répercussions sur les autres pays de l'OCDE	31
2. L'endettement international	34
3. Modifications possibles des préférences à l'égard des différentes monnaies de placement	34
E. La marge de manoeuvre à court terme	35
V. RESUME ET CONCLUSIONS	40
NOTES	42

	<u>Page</u>
ANNEXE I GRAPHIQUES	44
A Evolution cyclique des indicateurs monétaires	45
B Evolution cyclique des taux d'intérêt réels	48
C Evolution cyclique de la production en volume et de l'inflation	51
ANNEXE II METHODE UTILISEE POUR OBTENIR LES ESTIMATIONS PRESENTEES DANS LES TABLEAUX 3 ET 4	55
REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES	58

### TABLEAUX

1. Situation conjoncturelle à proximité du creux du cycle économique actuel et des cycles antérieurs	6
2. Evolution de l'inflation au cours des cycles économiques antérieurs	8
3. La demande de monnaie dans les sept grands pays de l'OCDE	12
4. Estimations de l'élasticité à long terme du revenu national en valeur par rapport à la masse monétaire	14
5. Taux de rendement du capital dans l'industrie manufacturière	25
6. Appel du secteur public à l'épargne privée et endettement des administrations publiques	28
7. Taux de change réel vis-à-vis du dollar des Etats-Unis	30
8. Termes de l'échange	33
9. Prix relatifs à l'importation	33
10. Fiabilité des prévisions de l'OCDE en ce qui concerne la croissance de la production	38
11. Fiabilité des prévisions de l'OCDE ce qui concerne le taux d'inflation	39



## I. INTRODUCTION

Après la longue récession qui a suivi le second choc pétrolier, la reprise économique est actuellement amorcée dans la plupart des grands pays de l'OCDE. Elle est d'une importance variable selon les pays : si les Etats-Unis connaissent d'ores et déjà une croissance rapide de la production et une réduction sensible du chômage, on n'observe dans certains pays européens que les tout premiers signes d'un redressement. Néanmoins, la situation semble devoir s'améliorer dans presque tous les pays. En dehors de l'Amérique du Nord, toutefois, on continue de craindre que la reprise ne se révèle fragile dans le cadre de la politique actuellement suivie. De même, on se demande, surtout aux Etats-Unis, si la reprise ne se développera pas trop rapidement, ce qui relancerait l'inflation. Dans la conjoncture actuelle, le problème qui se pose aux autorités est de faire en sorte que ni l'un ni l'autre de ces risques éventuels ne se matérialise afin d'assurer une période d'expansion soutenue. L'étude qui suit examine la manière dont la politique monétaire pourrait contribuer à résoudre ce problème. La deuxième partie compare l'orientation actuelle de la politique monétaire dans un certain nombre de pays avec celle qui était en vigueur au cours des trois phases de reprise antérieures. La troisième partie traite de certains aspects techniques concernant l'utilisation de la politique monétaire en vue de maîtriser la croissance à moyen terme de la demande nominale : l'analyse porte essentiellement sur la fiabilité des relations entre les variables généralement choisies comme objectifs intermédiaires de la politique monétaire (agrégats monétaires et taux de change) et le revenu national en valeur. La quatrième partie examine le rôle que la politique monétaire pourrait jouer en vue d'assurer une reprise économique durable sans accélération de l'inflation. La cinquième partie comporte un résumé de l'étude et présente quelques conclusions.

## II. L'ORIENTATION DE LA POLITIQUE MONETAIRE AU COURS DE LA REPRISE ECONOMIQUE ACTUELLE ET DANS LES PERIODES SIMILAIRES DU PASSE

Les graphiques figurant à l'Annexe I illustrent l'orientation de la politique monétaire dans certains pays de l'OCDE (les sept grands, la Belgique, le Danemark, les Pays-Bas et la Suisse) au cours de la phase actuelle de reprise de l'activité par rapport aux cycles économiques antérieurs. Ils font apparaître l'évolution d'un certain nombre d'indicateurs conjoncturels durant la période 1967-1983. Bien que la situation diffère selon le cycle économique et le pays considérés, un examen comparatif indique une certaine tendance de la politique monétaire à soutenir trop fortement l'activité durant les premiers stades de la reprise et/ou à exercer ce soutien trop longtemps. La hausse brutale des taux d'intérêt qui finit par intervenir s'explique souvent par le fait que l'on a tardé à restreindre la demande ; une fois prises, les mesures de restriction n'ont pas empêché l'inflation de s'accélérer, ce qui a rendu impossible la poursuite de l'expansion. Les observations suivantes ressortent des graphiques A et B :

i) Les cycles économiques antérieurs ont souvent été marqués par une accélération de l'expansion monétaire intervenant au début de la reprise, ou par la persistance de taux élevés de croissance monétaire à la suite d'une accélération survenue à la fin de la récession. Cette accélération a tendu à cesser au bout de deux ans environ et, dans certains cas, à s'inverser partiellement durant quelque temps. En somme, la politique monétaire a souvent

eu un effet de relance au début du cycle, avant de devenir plus restrictive une fois la reprise nettement amorcée. Au cours de la reprise actuelle, une accélération sensible de la croissance monétaire s'est produite aux Etats-Unis, au Canada et aux Pays-Bas ; elle est intervenue de façon plus progressive en Allemagne et en Belgique.

ii) Les taux d'intérêt à court terme ont suivi une évolution correspondante. Au début de chaque reprise, ils ont généralement été bas et, dans bien des cas, orientés à la baisse. Toutefois, ils ont souvent connu une hausse brutale au bout d'une à trois années, hausse fréquemment liée à un ralentissement de la croissance monétaire. Cette évolution conforte l'impression d'une politique monétaire qui soutient au départ l'expansion de l'activité et devient ensuite plus restrictive. Cependant, le caractère soudain et brutal de la plupart des hausses de taux d'intérêt donne à penser que celles-ci furent appliquées à partir du moment où les difficultés résultant soit de l'accélération de l'inflation, soit de la faiblesse du taux de change, devenaient telles qu'elles impliquaient une vive réaction des pouvoirs publics. On peut donc supposer que des hausses moins tardives et moins fortes auraient été préférables.

iii) Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt réels, tant à court qu'à long terme, sont actuellement beaucoup plus élevés que pendant les phases de reprise précédentes et même supérieurs à ceux constatés durant la totalité des cycles antérieurs, à l'exception de la fin du cycle le plus récent. Tel n'est pas le cas, toutefois, dans la plupart des autres pays. C'est seulement aux Pays-Bas que les taux d'intérêt apparaissent comme particulièrement élevés au regard de l'expérience passée, surtout en ce qui concerne le long terme. En France, au Royaume-Uni et au Canada, les taux réels à long terme se situent au-dessus du niveau enregistré lors des reprises antérieures, mais pas dans de très fortes proportions. Ailleurs, le niveau actuel des taux d'intérêt réels ne s'écarte pas de celui constaté habituellement durant les mêmes phases conjoncturelles. Si ces taux sont souvent plus élevés qu'au cours des phases de reprise enregistrées vers le début et le milieu des années 70, ils se situent en général à un niveau comparable à celui qui caractérisait, dans les premiers temps, la croissance économique de la fin des années 60.

Le graphique C fait apparaître l'évolution cyclique de la production et de l'inflation ; la situation conjoncturelle globale au creux de chaque cycle économique est résumée dans le tableau 1. Le cycle qui a commencé en 1975 et qui, dans la plupart des pays, a atteint récemment son point le plus bas a été beaucoup plus long que les précédents, la durée de la récession ayant été exceptionnellement importante. Si cette récession apparaît la plus sévère qu'on ait connu depuis la guerre à en juger par l'ampleur du chômage, il n'en va pas de même sous l'angle de la production. Le recul de l'activité enregistré à la fin des années 60 et au début des années 70 a certes été relativement modéré, mais on ne saurait en dire autant de celui qui a suivi le premier choc pétrolier à la fin de 1973. De fait, à l'exception du Canada et, dans une moindre mesure, du Royaume-Uni et des Pays-Bas, tous les pays considérés dans cette étude ont connu en 1974-75 une baisse de la production de même importance, sinon beaucoup plus accentuée que celle qui est intervenue au cours du cycle dernier. On observe une évolution analogue en ce qui concerne l'inflation. Dans tous les pays, celle-ci a diminué pendant les quatre dernières récessions. Alors qu'à la fin des années 60 et au début des années 70, la baisse avait été peu sensible dans bien des cas, elle a été très forte au milieu des années 70 ; à cette époque, il est vrai, l'inflation se

Tableau 1

SITUATION CONJONCTURELLE A PROXIMITE DU CREUX DU CYCLE ECONOMIQUE ACTUEL  
ET DES CYCLES ANTERIEURS

	Récession de la fin des années 60			Récession du début des années 70		
	Baisse de la production durant la récession (a)	Recul con- comitant de l'inflation (b)	Début de la reprise (c)	Baisse de la production durant la récession (a)	Recul con- comitant de l'inflation (b)	Début de la reprise (c)
	(%)	(% annuel)		(%)	(% annuel)	
Etats-Unis	1.8	1.2	Jui. 67	6.8	3.5	Nov. 70
Japon	-	3.5	Sept. 68	3.0	5.3	Jan. 72
Allemagne	9.6	4.1	Mai 67	5.4	1.0	Déc. 71
France	-	0.5	Oct. 67	2.0	1.8	Mai 71
Royaume-Uni	3.5	4.2	Août 67	3.2	4.5	Fev. 72
Italie	-	2.0	Mars 68	13.1	0.8	Avr. 72
Canada	-	1.3	Fev. 68	2.7	3.8	Oct. 70
Belgique	2.1	3.7	Avr. 67	7.1	1.3	Mai 71
Danemark	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.6	Q2.71
Pays-Bas	3.2	4.5	Mai 67	2.9	1.1	Déc. 71
Suisse	1.0	4.2	Q1.68	1.4	0.7	Q2.72

	Récession du milieu des années 70			Récession récente		
	Baisse de la production durant la récession (a)	Recul con- comitant de l'inflation (b)	Début de la reprise (c)	Baisse de la production durant la récession (a)	Recul con- comitant de l'inflation (b)	Début de la reprise (c)
	(%)	(% annuel)		(%)	(% annuel)	
Etats-Unis	15.4	7.4	Mars 75	12.3	12.3	Nov. 82
Japon	19.5	24.0	Mars 75	3.9	8.3	Fév. 83
Allemagne	10.8	5.5	Jui. 75	9.8	4.3	Déc. 82
France	14.7	6.1	Mai 75	10.1	5.5	
Royaume-Uni	10.8	19.5	Août 75	15.5	18.2	Mai. 81
Italie	17.5	15.3	Mai 75	16.6	8.1	Juin 83
Canada	9.6	6.9	Oct. 75	17.6	7.9	Déc. 82
Belgique	15.6	12.6	Août 75	16.3	2.6	Déc. 82
Danemark	20.3	12.5	Mars 75	12.5	8.3	Oct. 82
Pays-Bas	8.9	7.7	Août 75	14.3	5.0	Août 82
Suisse	18.2	11.0	Q1.75	9.2	6.1	Q4.82

- Négligeable

n.d : Non disponible

- Production industrielle dans le cas de tous les pays autres que le Danemark ; ventes de produits manufacturés dans le cas du Danemark.
- L'inflation est définie comme la variation de l'indice des prix à la consommation par rapport au mois correspondant de l'année précédente.
- Suivant la méthode utilisée par le Secrétariat de l'OCDE, les points de retournement de la conjoncture sont identifiés en séparant les fluctuations cycliques de l'activité de la tendance moyenne au cours de la période.

situait à un niveau exceptionnellement élevé par suite des répercussions de la hausse du prix de pétrole. En fait, seuls les Etats-Unis et le Canada ont connu ces derniers temps un ralentissement de l'inflation aussi marqué que précédemment, encore qu'à cet égard on puisse peut-être escompter de nouveaux progrès dans d'autres pays.

Il est un point sur lequel la situation actuelle s'apparente à celle de 1975, mais se distingue des phases de reprise antérieures : c'est le degré de synchronisation conjoncturelle entre les divers pays. Le redressement de l'activité qui s'était amorcé en 1967 dans l'ensemble de la zone de l'OCDE s'était étalé sur une période de 18 mois, si l'on considère chaque pays séparément, tandis que pendant le cycle suivant la reprise la plus tardive a commencé 19 mois après la première en date. Au cours de la phase d'expansion qui a précédé le premier choc pétrolier, et durant la récession qui l'a suivi, les situations conjoncturelles ont convergé de sorte que la reprise du milieu des années 70 a débuté dans les différents pays à des dates s'échelonnant sur neuf mois. Si la reprise actuelle s'est amorcée au Royaume-Uni sensiblement plus tôt qu'ailleurs et que la France se situe encore en récession, l'évolution conjoncturelle dans les neuf autres pays considérés demeure étroitement synchronisée. Huit d'entre eux sont entrés dans la phase d'expansion entre août 1982 et février 1983, soit à l'intérieur d'une période de six mois ; le neuvième (l'Italie) a commencé son redressement économique quatre mois plus tard, en juin 1983. Ceci peut inciter à la prudence étant donné que, lorsque les fluctuations conjoncturelles deviennent synchrones sur le plan international, l'incidence des échanges commerciaux tend à renforcer l'évolution dans chaque économie (1). Ce phénomène, qui a été à l'origine de l'accentuation des tensions inflationnistes en 1973-74 et 1979-80, ainsi que de la tendance à la déflation au cours des récessions ultérieures, risque en effet de se reproduire.

Les graphiques montrent que, une fois amorcé, le redressement de la production a généralement été rapide. En ce qui concerne l'inflation, on peut constater deux traits caractéristiques qui sont résumés dans le tableau 2. Tout d'abord, il n'y a guère de correspondance entre le comportement de la production et celui de l'inflation au creux du cycle économique. Dans quelques cas, notamment aux alentours de 1967, l'inflation a atteint son taux le plus bas à un moment proche du point de retournement de la conjoncture, ou même avant celui-ci, de sorte qu'elle a recommencé à augmenter dès la reprise de l'activité. Toutefois, en ce qui concerne la reprise du début des années 70 et la phase d'expansion du milieu de la même décennie, l'inflation a généralement continué de se ralentir bien après le début de la reprise. En second lieu, si l'inflation a mis plus ou moins de temps, selon les cas, à réagir au redressement conjoncturel, toutes les phases d'expansion se sont traduites par une accélération de la hausse des prix. L'augmentation du prix du pétrole a certes joué un rôle à cet égard au cours des années 70, mais l'accélération de l'inflation a été trop forte dans la plupart des pays et trop inégale entre eux pour qu'on puisse y voir la seule cause du phénomène. En outre, dans tous les cas à l'exception de celui du Japon en 1979, l'inflation avait commencé à s'accélérer dès avant le choc pétrolier, l'écart dans le temps étant généralement d'au moins un an.

La situation actuelle présente cependant certains aspects qui rendent les perspectives plus favorables que ce n'était le cas lors de la reprise de 1975. Tout d'abord, l'évolution des salaires est devenue plus souple dans de nombreux pays grâce à la modération intervenue dans la progression des

Tableau 2

## EVOLUTION DE L'INFLATION AU COURS DES CYCLES ECONOMIQUES ANTERIEURS (a)

	Expansion de la fin des années 60			Expansion du début des années 70			Expansion du milieu des années 70		
	Début de la Reprise	Mois au cours duquel l'inflation observée durant la récession antérieure atteignait un minimum	Taux d'inflation enregistré durant la phase d'expansion (%)	Début de la Reprise	Mois au cours duquel l'inflation observée durant la récession antérieure atteignait un minimum	Taux d'inflation enregistré durant la phase d'expansion (%)	Début de la Reprise	Mois au cours duquel l'inflation observée durant la récession antérieure atteignait un minimum	Taux d'inflation enregistré durant la phase d'expansion (%)
Etats-Unis	Juil. 67	Avril 67	3.9	Nov. 70	Juin 72	9.3	Mars 75	Déc. 76	9.9
Japon	Sept. 68	Fév. 69	6.1	Jan. 72	Jan. 72	22.5	Mars 75	Mars 79	2.3
Allemagne	Mai 67	Déc. 67	3.4	Déc. 71	Avril 72	2.9	Juil. 75	Oct. 78	3.7
France	Oct. 67	Juil. 67	4.1	Mai 71	Juin 71	10.5	Mai 75	Jan. 77	5.3
Royaume-Uni	Oct. 67	Oct. 67	4.9	Fév. 72	Juil. 72	21.1	Oct. 75	Juin. 78	14.5
Italie	Mars 68	Sept. 68	4.7	Avril 72	Déc. 71	21.6	Mai 75	Jan. 76	12.1
Canada	Fév. 68	Oct. 68	2.0	Oct. 70	Déc. 70	11.1	Oct. 75	Nov. 76	3.9
Belgique	Avril 67	Juin 67	2.6	Mai 71	Déc. 70	13.2	Oct. 75	Juin 78	6.2
Danemark	n.d.	n.d.	n.d.	Q2.71	Juil. 71	11.6	Mars 75	Déc. 75	10.0
Pays-Bas	Mai 67	Juin 67	5.9	Dec. 71	Juil. 72	3.8	Oct. 75	Juin 78	3.7
Suisse	Q1.68	Oct. 68	5.8	Q2.72	Mai 72	5.6	Q1.75	Jan. 77	4.3

a Voir notes du Tableau 1.

salaires réels et du fait du relâchement des liens entre les diverses rémunérations, tant au sein du secteur privé qu'entre secteur privé et secteur public. Ce phénomène peut être attribué, entre autres facteurs, au fait que les négociations salariales prennent plus largement en considération les conditions spécifiques du moment (c'est le cas, par exemple, aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas), à la moindre indexation des salaires sur l'inflation constatée, pour tenir compte davantage de l'évolution de la productivité et des profits (Etats-Unis, France, Italie, Pays-Bas, Belgique, Suisse et Danemark), et à une baisse proportionnellement plus importante de la production et de l'emploi dans les secteurs les plus fortement syndicalisés (Etats-Unis)(2).

En outre, l'évolution de la productivité tend à s'améliorer dans de nombreux pays après les résultats médiocres obtenus au cours de la décennie écoulée. C'est ainsi que les gains de productivité enregistrés récemment dépassent ce que l'on pouvait escompter du fait de la reprise conjoncturelle. Dans beaucoup de pays, et notamment en Europe, cela tient à l'incidence de la concurrence internationale, surtout là où le taux de change réel s'est avéré ferme, aux réductions opérées dans les effectifs en surnombre au vu de la dégradation des perspectives de croissance économique à moyen terme et à la disparition plus rapide des entreprises à faible productivité et des équipements peu efficaces (3). Troisième facteur favorable, les marchés internationaux des capitaux n'ont pas à assurer le recyclage d'excédents financiers massifs dégagés par un petit nombre de pays exportateurs de pétrole.

A l'inverse la situation actuelle comporte aussi plusieurs aspects défavorables. En premier lieu, le système financier international doit faire face aux tensions persistantes résultant de l'accumulation considérable de dettes contractées par divers pays au cours de la dernière récession. En second lieu, les déficits budgétaires de l'administration fédérale aux Etats-Unis devraient rester considérables dans l'avenir et pourraient entraîner des tensions sur les marchés de capitaux ainsi que, du fait des liaisons financières internationales, sur les taux de change. En troisième lieu, les mesures protectionnistes à l'égard des importations et les subventions diverses ont pris une extension qui risque d'entraver sérieusement la reprise économique en réduisant l'adaptation de l'appareil de production. Enfin, il règne, notamment en Europe, un climat pessimiste inclinant à penser que même une reprise durable laisserait subsister un important chômage structurel ; ce phénomène est lié à l'existence de rigidités dans de nombreux secteurs (ce qu'on a appelé l'"euro-sclérose") et, en particulier, à l'idée d'une pénurie globale d'équipements au niveau actuel des prix relatifs des facteurs de production.

### III. ASPECTS TECHNIQUES DE L'EMPLOI DE LA POLITIQUE MONETAIRE POUR MAITRISER LA DEMANDE

#### A. L'expérience en matière d'annonce d'objectifs monétaires

Au cours des années 70, plusieurs banques centrales -- parmi les plus importantes -- ont décidé d'assigner des objectifs à l'évolution des agrégats monétaires pour faciliter la maîtrise de l'inflation. Cette orientation, intervenue après le premier choc pétrolier, s'explique généralement par des considérations pratiques plutôt que par des convictions proprement "monétaristes". L'une des raisons à l'annonce d'objectifs monétaires a été la

difficulté qu'il y avait, en période d'inflation rapide, à juger de l'orientation de la politique monétaire à partir des taux d'intérêt nominaux. Une seconde considération a été la nécessité d'une plus grande souplesse dans l'ajustement des taux d'intérêt : dans la mesure où les variations de taux s'inscrivaient dans le cadre de la réalisation des objectifs de croissance monétaire, il devenait possible de les ajuster plus facilement et plus rapidement. Ainsi, la fixation d'objectifs monétaires permettait-elle aux autorités d'élever suffisamment les taux d'intérêt en fonction du degré de restriction souhaité. Par ailleurs, l'annonce de tels objectifs visait à exercer un effet favorable sur les anticipations du marché et des agents économiques. En dernière analyse cependant, il était admis que l'utilité de la formulation d'objectifs monétaires dépendait de la stabilité de la demande de monnaie, considération qui a fortement influencé le choix des agrégats choisis comme objectifs. Ce choix stipulait l'existence d'une relation étroite, à moyen terme, entre la croissance de l'agrégat monétaire et celle du revenu national en valeur (et donc de l'inflation)(4).

Dans la plupart des pays, les objectifs fixés ont été atteints, ou, s'ils ont été manqués, l'écart a été relativement faible (5). Les principaux cas de dépassement ne reflètent pas, semble-t-il, une incapacité technique (c'est-à-dire tenant à l'instrument utilisé) d'atteindre les objectifs annoncés. Les dépassements importants observés en 1978 en Allemagne et en Suisse s'expliquent par la crainte qu'une hausse excessive du taux de change ne se traduise par une perte de compétitivité. Au Royaume-Uni, les autorités ont également toléré, pendant l'exercice 1980-81, que le taux de croissance de M3 en sterling dépasse l'objectif fixé, mais il y avait à cela deux raisons : d'une part, la suppression des réserves obligatoires supplémentaires avait entraîné la réinsertion d'un volume considérable de capitaux dans les circuits de financement et, d'autre part, l'évolution économique faisait penser que l'agrégat retenu comme objectif donnait une image trompeuse du caractère restrictif de la politique suivie. Enfin, si les objectifs fixés, sous forme de fourchettes de taux, ont été loin d'être atteints au Canada en 1981-82 et ont été largement dépassés aux Etats-Unis en 1982-83, c'est que les autorités de ces pays ont tenu compte des distorsions que les innovations financières avaient entraînées dans l'évolution de M1.

En revanche, si l'on se place sous l'angle de l'évolution du produit national en valeur et de sa ventilation entre prix et production, les résultats obtenus grâce à la formulation d'objectifs monétaires varient suivant les pays. Dans le cas du Japon, le bilan est plutôt favorable : l'inflation y a nettement reculé après les années 1974-75 et l'accélération observée de nouveau après la deuxième hausse du prix du pétrole n'a guère dépassé ce qu'impliquait la répercussion de la détérioration inéluctable des termes de l'échange sur les consommateurs d'énergie. Dans le même temps, la demande intérieure a certes accusé une certaine faiblesse au Japon, mais la croissance de la production en volume ne s'est pas ralentie sensiblement jusqu'en 1981-82 ; elle est restée en tout cas nettement positive. Ailleurs, les résultats ont été moins satisfaisants. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni l'inflation, qui s'accélérait déjà avant le second choc pétrolier, a fini par atteindre des taux largement supérieurs à ceux que justifiait le renchérissement du prix du pétrole. Le dépassement des objectifs monétaires a sans doute en partie contribué à cet état de fait ; il n'en reste pas moins que le produit nominal et le taux d'inflation ont augmenté l'un et l'autre plus que ne le permettait la croissance monétaire effective. D'autres grands pays ont également enregistré une hausse des prix supérieure au rythme jugé

compatible avec les objectifs monétaires fixés initialement. Les autorités ont maintenu leur politique de non-accompagnement de l'inflation, ce qui impliquait, dans le cadre des objectifs quantitatifs, un durcissement des conditions monétaires. Si, dans la plupart des pays, cette politique a permis de faire baisser l'inflation, son coût sur le plan de la production et de l'emploi s'est avéré plus lourd que prévu. Ces derniers temps, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni en particulier, la progression du revenu national en valeur a été plus lente qu'on ne l'aurait pensé en se fondant sur les chiffres de croissance monétaire, ce qui s'est traduit par une baisse sensible de la vitesse de circulation de la monnaie (6).

La mise en oeuvre d'objectifs monétaires s'est souvent accompagnée d'une tendance du taux de change à s'établir, pendant un certain temps, à un niveau non justifié par la compétitivité de l'économie. Lorsqu'il y a eu dépréciation du taux de change et que celle-ci a paru trop rapide -- tel a été le cas au Canada en 1977, aux Etats-Unis en 1978-79 et, dans une moindre mesure, en France au cours d'une période plus récente -- son incidence directe sur l'inflation a été source de préoccupation. Lorsque au contraire le taux de change s'est apprécié et que sa hausse a semblé excessive, c'est le risque de l'incidence restrictive dûe à l'affaiblissement de la position concurrentielle de l'économie qui a suscité l'inquiétude. On a craint également que certains secteurs particulièrement exposés à la concurrence internationale ne souffrent gravement d'une appréciation jugée trop forte au regard des résultats économiques d'ensemble (en termes d'inflation et de balance des paiements) considérés comme les déterminants fondamentaux de l'évolution du taux de change sur le long terme. En outre, quand une monnaie apparaît comme faussant la structure générale des taux de change, comme c'est le cas actuellement avec le yen et le dollar des Etats-Unis, des pressions s'exercent pour l'adoption de mesures protectionnistes.

## B. La relation entre masse monétaire et revenu national en valeur

### 1. Le bilan des observations empiriques

Toute relation fiable entre la masse monétaire et le revenu national en valeur a pour base la demande de monnaie. Si celle-ci est stable, les fluctuations de cette relation sont automatiquement liées aux variations des déterminants de la demande de monnaie. Cette question a fait l'objet d'une étude du Secrétariat de l'OCDE publiée en 1979 (7) et mise à jour récemment (8). La demande d'encaisses réelles a été spécifiée de manière classique pour les sept grands pays de l'OCDE, à savoir que cette demande est considérée comme dépendant du revenu réel, des taux d'intérêt et de l'inflation anticipée ; on a ainsi estimé, à partir de données trimestrielles, des équations portant sur des agrégats de masse monétaire au sens large et étroit (9). La période d'observation coïncide avec le passage aux taux de change flottants, soit, dans la plupart des cas, au second trimestre de 1973. On a considéré comme plausibles les équations satisfaisant aux conditions suivantes : (i) une élasticité positive par rapport au revenu en termes réels, (ii) une élasticité négative et peu élevée par rapport au taux d'intérêt et à l'inflation, (iii) une vitesse d'ajustement qui ne soit pas trop faible. Les principaux résultats obtenus sont résumés au tableau 3. Pour tous les pays, on est parvenu à formuler des équations présentant des propriétés acceptables pour les agrégats de masse monétaire au sens étroit, bien que, dans le cas des Etats-Unis et du Canada, il eût été préférable de supprimer la variable



Tableau 3

## LA DEMANDE DE MONNAIE DANS LES SEPT GRANDS PAYS DE L'OCDE

Valeur à long terme des paramètres						
	Début de la période d'observation	Elasticité par rapport au revenu	Elasticité par rapport aux taux d'intérêt	Elasticité par rapport à l'inflation	Retard moyen (trimestres)	Test de Chow (b) (Coef. F) d.d.f. entre parenthèses)
<b>Masse monétaire au sens étroit</b>						
Etats-Unis (M1)	1973 T. 2	0.59	-0.19	-	8.8	2.13 (3, 34)
Japon (M1)	1973 T. 2	0.37	-0.13	-0.05	3.9	0.49 (4, 32)
Allemagne (M1)	1973 T. 2	1.43	-0.15	-0.03	2.7	0.75 (4, 32)
France (M1)	1973 T. 2	0.41	-0.03	-0.08	2.0	5.14** (4, 32)
Royaume-Uni (M1)	1972 T. 3	0.30	-0.48	-0.20	6.6	0.81 (4, 35)
Italie (M1)	1973 T. 2	1.30	-0.48	-0.19	6.1	2.77* (4, 32)
Canada (M1A)	1970 T. 3	0.56	-0.24	-	3.4	0.97 (3, 45)
<b>Masse monétaire au sens large</b>						
Etats-Unis (M2)	1973 T. 2	1.05	-0.11	-0.13	3.8	1.93 (4, 32)
Japon (M2 + CDs)	1973 T. 2	1.44	-0.06	-	2.6	1.24 (3, 34)
Allemagne (M3)	1973 T. 2	1.62	-0.11	-0.01	8.3	0.87 (4, 32)
France (M2)	1973 T. 2	0.82	-0.07	-0.31	7.3	3.56* (4, 32)
Royaume-Uni (EM3)			Pas d'équation adéquate			
Italie (M2)	1973 T. 2	0.73	-0.53	-	7.8	4.07** (3, 34)
Canada (M3)	1970 T. 3	1.64	-0.01	-	7.1	4.56** (3, 45)

a. Les anticipations concernant l'inflation sont dérivées d'un modèle "aléatoire", sauf en ce qui concerne M3 pour l'Allemagne et M2 pour la France, pays pour lesquels elles sont établies à partir d'un modèle ARIMA.

b. Test de rupture structurelle à partir de 1979.3. \* et \*\* indiquent respectivement que l'hypothèse de stabilité est rejetée à l'intervalle de confiance de 5 et de 1 %.

représentant l'inflation. En ce qui concerne la masse monétaire au sens large, les résultats sont un peu moins satisfaisants. Pour tous les pays autres que le Royaume-Uni, les équations estimées semblent plausibles, encore que, pour le Japon, l'Italie et le Canada, cela n'est le cas qu'à condition de supprimer le terme représentatif de l'inflation.

Dans quelle mesure ces relations sont-elles stables ? Au cours des dernières années, divers phénomènes -- notamment le changement des modalités d'intervention des autorités sur le marché monétaire aux Etats-Unis, les innovations financières et la durée exceptionnellement longue de la récession récente -- ont conduit à mettre en doute cette stabilité. Ceci a été testé de manière classique (10). Pour l'Allemagne et le Japon, on n'a guère trouvé de signes de modifications structurelles de la demande de monnaie, qu'il s'agisse des agrégats au sens étroit ou au sens large. Dans le cas des Etats-Unis, la stabilité de la demande de monnaie paraît vérifiée pour chaque catégorie d'agrégats, encore que les tests statistiques soient proches de leur valeur critique. En revanche, en ce qui concerne la France et l'Italie, l'hypothèse de stabilité se trouve rejetée, aux intervalles de confiance habituels ; au Royaume-Uni et au Canada, les relations se sont révélées stables au cours de la période considérée pour les agrégats de masse monétaire au sens étroit.

Une proposition théorique aux conséquences importantes pour l'action des autorités monétaires veut que les variations à long terme du taux d'expansion de la masse monétaire se répercutent intégralement sur les grandeurs nominales. A partir de formulations fondées sur la théorie quantitative de la monnaie (11), le Secrétariat de l'OCDE a tenté de vérifier dans quelle mesure cette proposition caractérisait le comportement des agrégats monétaires. A cet effet trois méthodes différentes ont été utilisées, dont aucune n'est entièrement satisfaisante. Ces méthodes sont décrites à l'Annexe II. En premier lieu, l'élasticité du revenu national en valeur par rapport à la croissance monétaire a été dérivée directement de l'équation de la théorie quantitative. En second lieu, pour réduire le risque de fausse corrélation résultant de tendances communes à la monnaie, au revenu national et aux variables omises, l'équation de la théorie quantitative a été recalculée en éliminant ce facteur tendanciel. Enfin, cette équation a été estimée sur la base de taux de variations (différences premières), en modifiant la période considérée avec l'idée que, si la relation se révélait médiocre à court terme, elle s'améliorerait progressivement à plus long terme.

Les élasticités estimées figurent au Tableau 4. Les valeurs tirées directement de l'équation de la théorie quantitative sous sa forme brute, avec M1 comme agrégat monétaire, sont dans certains cas largement supérieures à 1 (Etats-Unis, Canada, Belgique et, dans une moindre mesure, Royaume-Uni). Ce phénomène peut s'expliquer par l'évolution à long terme de la vitesse de circulation de la monnaie, laquelle se refléterait généralement dans la mesure des élasticités. Dans les autres cas, les valeurs obtenues pour l'un ou l'autre des agrégats de masse monétaire s'écartent rarement beaucoup de l'unité. Ce résultat donne à penser que l'hypothèse suivant laquelle l'expansion monétaire, en particulier pour les agrégats au sens large, influe à long terme sur le revenu nominal concorde raisonnablement avec l'expérience des pays considérés.

Il demeure cependant que les corrélations ainsi estimées pourraient être erronées et traduire l'influence de variables non prises en compte. Les deux autres méthodes d'estimation utilisées donnent des résultats moins nets.

Tableau 4

## ESTIMATIONS DE L'ELASTICITE A LONG TERME DU REVENU NATIONAL EN VALEUR PAR RAPPORT A LA MASSE MONETAIRE

	Etats- Unis	Japon	Alle- magne	France	Royaume- Uni	Italie	Canada	Belgique	Danemark	Pays- Bas	Suisse
<b>METHODE D'ESTIMATION(a)</b>											
<u>Masse monétaire au sens étroit (M1)</u>											
Equation quantitative de base	1.57	0.89	0.97	1.18	1.29	1.20	2.11	1.79	0.94	1.28	1.15
Equation quantitative après élimination de la tendance	1.20	0.56	0.39	0.38	0.91	1.98	1.02	0.90	0.93	0.73	0.59
Equation quantitative avec variations calculées sur 1 an	0.77	0.42	0.24	0.33	0.51	0.42	0.37	..	..	..	..
calculées sur 5 ans	0.97	0.57	0.46	0.62	0.96	1.23	0.95	..	..	..	..
<u>Masse monétaire au sens large (M2)(b)</u>											
Equation quantitative de base	1.09	0.87	0.80	0.95	1.17	0.90	1.27	0.87	0.92	1.16	0.46
Equation quantitative après élimination de la tendance	1.13	0.73	0.70	0.98	1.02	1.11	0.62	0.84	0.50	0.35	0.48
Equation quantitative avec variations calculées sur 1 an	0.52	0.70	0.68	0.25	0.21	1.07	0.75	..	..	..	..
calculées sur 5 ans(c)	1.09	0.89	1.10	0.89	1.19	1.23	0.52	..	..	..	..

.. Non disponible.

a. Pour plus de détails, voir annexe II.

b. Pour le Japon : M2 plus certificats de dépôt ; pour l'Allemagne, le Royaume-Uni et l'Italie : M3.

c. L'élasticité est calculée à partir de variations sur 8 ans en ce qui concerne M2 pour la France et le Canada et M3 pour le Royaume-Uni.

Lorsque les variables sont corrigées pour tenir compte de leur évolution tendancielle, en vue de réduire le degré de corrélation entre la monnaie et les variables non prises en considération, la relation observée pour M1 devient suspecte dans près de la moitié des cas (Japon, Allemagne, France, Italie et Suisse) tandis que celle concernant la masse monétaire au sens large apparaît faible pour le Canada, les Pays-Bas et le Danemark. Si l'on estime l'équation en prenant les taux de variation annuels, l'élasticité du revenu nominal par rapport à la masse monétaire s'avère presque toujours faible et peu fiable. Quand on allonge la période d'estimation, en la portant à cinq ans dans la plupart des cas, l'élasticité obtenue augmente en général et devient plus sûre. A quelques rares exceptions près (M1 en Italie), les résultats sont analogues à ceux qu'on obtient sur la base des écarts par rapport à la tendance.

Ces observations empiriques donnent à penser que la relation directe entre masse monétaire et revenu national en valeur ne peut être que faible sur une courte période. Cela peut s'expliquer dans une large mesure par les fluctuations du revenu en termes réels, des taux d'intérêt et de l'inflation anticipée, ces éléments influant sur la demande de monnaie. Toutefois, la relation n'est pas suffisamment étroite pour permettre d'expliquer de manière complète et fiable les divergences entre l'évolution de la masse monétaire et celle du revenu national, comme le montre la difficulté qu'on éprouve à obtenir des équations (pour les pays autres que les Etats-Unis, le Japon et l'Allemagne) dont on ne puisse pas rejeter la stabilité avec certitude. A moyen ou long terme, cependant, la relation entre masse monétaire et revenu national apparaît de plus en plus nette, tout au moins dans les grands pays. A l'exception du Canada, les estimations de l'élasticité à long terme du revenu en valeur par rapport à la masse monétaire au sens large sont uniformément proches de l'unité, quelle que soit la méthode d'estimation utilisée. Il n'en va pas de même, en général, pour la masse monétaire au sens étroit. Dans le cas des petits pays, la relation entre masse monétaire et revenu nominal semble beaucoup plus floue, M2 pour la Belgique et M1 pour le Danemark étant les seuls agrégats monétaires qui présentent cette propriété.

Si les résultats ne sont pas identiques pour les grands et les petits pays, cela tient peut être à la taille et au degré d'ouverture des économies considérées, aux possibilités de substitution entre monnaie nationale et devises étrangères et à l'importance relative de la concurrence internationale (12). Le fait que la relation entre masse monétaire et revenu national est souvent peu fiable, même à moyen terme, peut justifier les politiques monétaires suivies dans les petits pays, qui, sauf en Suisse, ont donné la priorité à la stabilisation du taux de change. Pour ce qui est des grands pays, la question se pose de savoir dans quelle mesure les résultats obtenus s'expliquent par l'influence de la masse monétaire plutôt que par son caractère endogène ; ils donnent à penser néanmoins qu'une croissance monétaire rapide se répercutera en fin de compte sur les grandeurs nominales. Ces pays ne pourront donc connaître une reprise économique durable que si leur politique monétaire tend, à court terme, à limiter la croissance des agrégats monétaires de manière à ne pas favoriser une accélération de l'inflation.

## 2. L'incidence des innovations financières

L'un des facteurs susceptibles d'influer sur la relation entre la masse monétaire et le revenu national en valeur est le développement rapide de

nouvelles techniques financières et de nouveaux instruments financiers. Cette évolution semble devoir se poursuivre dans l'avenir immédiat et peut avoir des conséquences pour la politique monétaire. Elle s'explique par un grand nombre de facteurs, dont les plus importants sont les taux d'inflation élevés et variables enregistrés dans le passé, l'instabilité des taux d'intérêt et des taux de change, l'incidence des dispositions réglementaires et les mutations technologiques qui ont affecté les moyens de paiement et accru les possibilités de gestion plus efficace des trésoreries (13).

Si leur incidence n'a pas été importante dans tous les pays, les innovations financières ont eu cependant des répercussions notables dans certains cas, notamment aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Canada. Pour ce qui est des Etats-Unis, les tensions provoquées par le plafonnement des taux d'intérêt créditeurs des banques à une époque où les taux du marché étaient durablement supérieurs aux plafonds fixés ont entraîné de profonds changements. Tout d'abord, on a vu apparaître différents types de dépôts non bancaires servant de monnaie ou de quasi-monnaie et dont le volume est considérable (notamment les fonds communs de placements monétaires). Par la suite, le plafonnement des taux créditeurs a été progressivement supprimé tandis que toute une série d'autres dispositions réglementant l'activité bancaire étaient successivement abrogées. Il existe désormais un certain nombre de formules de comptes bancaires à vue portant intérêt (les comptes NOW ou Super NOW et les comptes d'épargne placée sur le marché monétaire), et la concurrence s'intensifie du fait que des établissements non bancaires de nature très diverse offrent maintenant une large gamme de services financiers.

Au Royaume-Uni la ligne de démarcation entre banques et caisses d'épargne-logement ("building societies") devient de moins en moins nette. Les premières ont pénétré en force sur le marché hypothécaire tandis que les secondes sont devenues plus compétitives dans la collecte des dépôts. Dans le même temps, le contrôle des changes a été aboli, ce qui permet à tous les résidents de constituer des dépôts en devises. Le progrès technique a contribué aussi à réduire le coût du traitement des opérations, facilitant ainsi l'accroissement rapide des possibilités offertes en matière de comptes courants rémunérés. Au Canada, de nombreuses banques proposent à leur clientèle d'entreprises de consolider journallement l'ensemble des comptes qu'elles possèdent à travers le pays. Dans certains cas, tout excédent est transféré au jour le jour sur un compte portant intérêt ou affecté à l'amortissement d'un crédit de fonctionnement ouvert par la banque. Les particuliers bénéficient eux aussi de services améliorés. En outre, il est maintenant possible de tirer des chèques sur un compte rémunéré au taux du marché sous réserve du maintien d'un solde minimum. Depuis les derniers mois de 1979, les banques proposent également des comptes d'épargne rapportant des intérêts calculés sur le solde en fin de chaque journée et non plus sur le solde minimum enregistré au cours du mois (14).

Dans certains autres pays, les effets des innovations financières, pour être moins prononcés, n'en ont pas moins été sensibles. Au Japon, ces innovations ont essentiellement pour origine la perte de parts de marché enregistrée par les institutions financières soumises à réglementation et la mise en oeuvre sur une grande échelle de nouvelles techniques informatiques. Parmi ces innovations, on peut citer la possibilité de constituer dans les "maisons de titres" des dépôts liquides sur lesquels des retraits peuvent être effectués moyennant un court préavis et sans pénalité ainsi que la transformation des comptes d'épargne ordinaires (futsu yokin) en comptes pour

tous usages (sogo koza) assortis de facilités de découvert (15). En France, a été lancée en juin 1982, sous le nom de "livret d'épargne populaire", une formule de dépôts indexés sur l'inflation, laquelle est toutefois réservée aux personnes à faible revenu imposable et comporte un plafond. On peut aussi, depuis 1981, constituer des dépôts liquides assortis de taux variables supérieurs à ceux que rapportent les comptes d'épargne traditionnels (16). Enfin, le marché financier s'est élargi et étoffé depuis quelque temps grâce (i) au régime fiscal plus favorable des obligations, (ii) à l'interdiction de rémunérer les dépôts liquides à préavis de moins de six mois et (iii) à la hausse des taux d'intérêt réels à long terme. En Italie, la tendance au renforcement du rôle des banques dans l'intermédiation financière s'est inversée avec la forte expansion des apports directs de ressources des ménages aux entreprises et, plus encore, au secteur public sous forme d'instruments financiers très liquides.

Ces innovations ont eu pour effet des changements dans les avantages, pécuniaires et non pécuniaires, procurés par les avoirs monétaires. Sur le plan pécuniaire, le changement consiste en la possibilité de percevoir un intérêt sur les encaisses de transactions, alors que ce n'était pas le cas auparavant, ou de bénéficier de taux en rapport avec ceux du marché alors que, antérieurement, ces taux étaient plafonnés. Quant aux avantages non pécuniaires, le changement réside dans le fait que la gamme des instruments pouvant servir d'encaisses de transactions s'est élargie et que divers instruments ne servant pas aux transactions sont devenus plus liquides, leur échéance effective s'étant raccourcie et les conditions relatives au préavis de retrait ayant été assouplies. Dans certains pays, ces changements ont amené les autorités à redéfinir les agrégats monétaires (Etats-Unis) ou à suivre plus étroitement de nouveaux agrégats (Canada) ou des agrégats plus larges qui englobent des instruments liquides ayant une importance croissante (Etats-Unis, France, Royaume-Uni et Italie).

Cette évolution peut avoir des conséquences pour la politique monétaire. Là où la demande d'avoirs monétaires émanant du public est stable -- ce qu'attestent, rétrospectivement, la stabilité des fonctions de demande de monnaie et l'existence d'une relation fiable à moyen terme entre le revenu nominal et les agrégats monétaires -- il y a aujourd'hui une probabilité raisonnable, sinon une présomption, que ces relations empiriques seront perturbées. Bien que les incertitudes créées par ces perturbations puissent se révéler temporaires, les autorités monétaires de certains pays en ont conclu qu'il ne serait pas approprié, dans l'avenir proche, de se fixer des objectifs précis pour des agrégats déterminés et qu'une approche plus subjective serait nécessaire.

Il peut apparaître difficile d'estimer l'incidence quantitative sur la demande de monnaie d'un ensemble déterminé d'innovations financières et même simplement d'évaluer le sens de cette incidence, de sorte qu'il est malaisé de juger de la manière dont les autorités devraient réagir. Les banques centrales qui ont tenté, dans le passé, d'identifier les inflexions probables de la demande de monnaie ont obtenu des résultats divergents. Dans certains cas, elles ont prévu en gros ce qui allait se passer. Aux Etats-Unis, par exemple, les autorités s'attendaient à ce que l'extension à tout le pays de la possibilité d'offrir des comptes NOW augmenterait la demande de M1 d'environ 3 % au cours de 1981. De fait, la croissance de M1 a enregistré un léger ralentissement alors que, une fois décomptée l'incidence de ce changement, la décélération apparaissait très forte. L'évolution économique, caractérisée

par une forte récession et une baisse rapide du taux d'inflation, a correspondu à peu près à ce que l'on pouvait anticiper en se fondant sur les relations observées dans le passé.

Inversement, l'incidence à long terme des changements institutionnels a parfois donné lieu à des erreurs d'appréciation. Lorsque, en 1979, les pouvoirs publics au Royaume-Uni procédèrent à certaines réformes réglementaires en vue de renforcer la concurrence sur les marchés des capitaux et rendre plus efficace la distribution du crédit, on s'attendait à ce que la demande de M3, l'agrégat monétaire le plus large, allait augmenter sous l'effet d'un processus de réintermédiation bancaire et de l'existence d'un nouvel instrument financier, le certificat de dépôt négociable libellé en sterling. Aussi fut-il décidé de permettre, pendant deux ans, un accroissement de M3 plus rapide qu'il n'eût été préférable, compte tenu de l'orientation déjà expansionniste de la politique suivie à l'époque. Pendant les années 1974-75, le surcroît d'inflation qui en résulta rétablit à peu près la relation entre monnaie et revenu national en valeur qu'on avait observée généralement jusqu'en 1971. Si, à partir de 1976, des objectifs de croissance monétaire ont été fixés pour un agrégat au sens large (M3 en sterling), c'est parce qu'on pensait, en partie tout au moins, que cet agrégat présenterait à moyen ou long terme un rapport étroit avec le revenu nominal ce, en dépit des difficultés posées par l'estimation économétrique d'une demande de monnaie stable.

#### C. La prise en compte du taux de change dans la formulation de la politique monétaire

Un certain nombre de pays de l'OCDE -- les Pays-Bas, la Belgique, le Danemark, et, dans une moindre mesure, la France, l'Italie et, depuis peu, le Canada -- ont, implicitement ou explicitement, fait de la stabilisation du taux de change un objectif intermédiaire important de leur politique monétaire. Ce choix tient en grande partie au fait que ces pays sont vulnérables aux influences exercées par la conjoncture économique d'un grand pays voisin. Dans une économie relativement petite et ouverte sur l'extérieur, le jeu de la concurrence internationale peut empêcher l'apparition de tout écart important entre les prix intérieurs et ceux pratiqués à l'étranger, de sorte qu'une forte hausse du taux de change risque d'avoir une incidence défavorable sur les profits, les investissements et l'emploi. Inversement, une baisse importante du taux de change peut avoir des répercussions directes et notables sur l'inflation. Pour échapper à ces difficultés, la solution est souvent de lier le taux de change de la monnaie nationale à une devise étrangère, l'idée sous-jacente étant que le pays dont la monnaie sert de référence suit une politique stable et compatible avec un faible taux d'inflation. Cette solution a pour mérite d'imposer une discipline à la politique monétaire intérieure et permet d'atteindre plus facilement l'objectif de croissance du revenu national en valeur à moyen ou long terme (17).

Cette méthode présente toutefois le risque de voir les conditions monétaires se détendre ou bien se durcir dans le pays considéré, peut-être à contre-temps, du seul fait de l'évolution de la situation à l'étranger. Les chances d'assurer une reprise durable et non inflationniste dépendent en grande partie des résultats qu'obtiendra l'économie dominante dans la poursuite de ce même objectif. En fait, les pays qui adoptent cette tactique

ont, dans la plupart des cas, une économie de trop petite taille et trop ouverte sur l'extérieur pour pouvoir échapper aux perturbations qui se produisent chez leurs principaux partenaires commerciaux ; ils ne peuvent en fait choisir que la forme sous laquelle ces perturbations les affectent.

Les banques centrales qui ont opté pour cette politique de monnaie forte ne l'ont pas toutes appliquée avec suffisamment de rigueur pour assurer un faible taux d'inflation. C'est aux Pays-Bas qu'elle a été pratiquée avec le plus de succès, les modifications de parité entre le florin et le deutschemark ayant été peu importantes et peu fréquentes. Les salaires et les prix ont été contraints dans une large mesure de s'adapter au taux de change et à l'évolution économique à l'étranger, de sorte que l'inflation a été constamment plus faible que dans la plupart des autres pays de l'OCDE, surtout depuis 1977. De même, au Canada, les dispositions prises ces dernières années pour empêcher toute dépréciation notable de la monnaie nationale par rapport au dollar des Etats-Unis ont contribué de manière importante à réduire l'inflation. D'autres pays, en revanche, se sont montrés parfois plus disposés à adapter leur taux de change à l'évolution des salaires et des prix intérieurs, se privant ainsi en partie des avantages que cette politique de monnaie forte était susceptible de leur apporter dans la lutte contre l'inflation.

Pour ce qui est des autres pays considérés dans cette étude, le taux de change entre également en considération dans l'élaboration de la politique monétaire, mais son rôle est moindre. Il sert aux autorités d'indicateur de l'évolution économique et monétaire. Au Japon, en Allemagne, au Royaume-Uni et en Suisse, la politique monétaire est, certes, définie par référence à des agrégats, mais l'évolution du taux de change n'en a pas moins pesé sur les décisions des autorités, notamment quand il s'agissait de savoir (i) quel objectif monétaire il fallait choisir, (ii) s'il convenait de viser le haut ou le bas de la fourchette du taux de croissance retenu comme objectif et (iii) si l'on devait accepter un dépassement de l'objectif. Même aux Etats-Unis, où le taux de change influe moins qu'ailleurs sur la politique monétaire, l'évolution du marché des changes a joué un rôle dans les modifications intervenues dans la conduite de la politique monétaire en novembre 1978 et en octobre 1979.

#### D. L'attitude actuelle des autorités monétaires

L'expérience récente en matière de formulation d'objectifs monétaires, en particulier dans les pays où la vitesse de circulation de la monnaie a varié de manière inattendue, ainsi que les incertitudes liées à l'incidence des innovations financières ont conduit à douter de la fiabilité d'une relation quelconque entre la masse monétaire et le revenu national. Les réserves émises à cet égard ont été d'autant plus marquées que la croissance du revenu nominal a tendu à refléter la hausse des prix alors que la production en termes réels était stationnaire ou en baisse. On en est donc venu à se demander s'il était toujours utile de fonder la conduite de la politique monétaire sur l'annonce d'objectifs quantitatifs de croissance de la masse monétaire. Un autre type de stratégie, qui a gagné ces dernières années la faveur de certains milieux non gouvernementaux, consisterait à fixer explicitement un objectif de croissance du PNB en valeur pour l'année à venir, le taux retenu devant être compatible avec les buts poursuivis en matière de croissance de la production et de taux d'inflation ; la politique monétaire



serait alors définie de manière à atteindre cet objectif (18). Etant donné, toutefois, les difficultés que présente concrètement la mise en oeuvre de cette stratégie, la plupart des banques centrales ne l'ont pas retenue, mais nombre d'entre elles s'efforcent de tenir compte, lors de la fixation de leurs objectifs, de l'évolution probable de la vitesse de circulation de la monnaie.

Ces raisons expliquent que la nécessité d'un plus grand pragmatisme dans la mise en oeuvre de la politique monétaire se soit généralisé. En Allemagne et en Suisse, les autorités ont toujours été disposées à faire preuve de souplesse dans la poursuite des objectifs monétaires et à tolérer des écarts pour rapport à ces objectifs pendant un certain temps si, par exemple, cela apparaissait souhaitable pour des considérations de taux de change. En France, au moins depuis la création du SME en 1979, les autorités s'engagent à maintenir le taux de change fixe tout en s'assignant des objectifs monétaires. Il n'y a pas eu de conflits pour autant entre les objectifs internes et externes, le taux de change ayant été ajusté à l'occasion pour corriger les écarts de taux d'inflation et le déséquilibre extérieur. Les pays qui étaient le plus fermement attachés à la poursuite d'un objectif monétaire unique ont, par la suite, assoupli cette ligne de conduite (Etats-Unis et Royaume-Uni) ou y ont renoncé jusqu'à nouvel ordre (Canada)(19). Ces pays ont adopté une attitude plus éclectique, formulant des objectifs multiples et/ou prenant davantage en compte une large gamme d'indicateurs, notamment le taux de change et les taux d'intérêt. Si elles s'appuient désormais beaucoup plus sur leur capacité de jugement, les principales banques centrales n'en hésitent pas moins, en général, à abandonner complètement la pratique de la formulation d'objectifs monétaires, dans la mesure où le contrôle des agrégats monétaires apparaît comme un moyen de contenir l'inflation à moyen terme.

#### IV. LE ROLE DE LA POLITIQUE MONETAIRE DANS LA REPRISE ECONOMIQUE EN COURS

##### A. Le choix d'un objectif de taux d'inflation

Ce que la politique monétaire peut faire essentiellement pour conforter la reprise en cours est de faciliter l'obtention d'un rythme de croissance à moyen terme de la demande nominale qui permette le retour à un taux élevé d'utilisation des capacités, tout en maintenant le rythme d'inflation à un niveau à peu près acceptable. Définir une politique allant dans ce sens oblige à déterminer ce que peut être le taux d'inflation supportable. Etant admis que nul n'entend favoriser une accélération de l'inflation, ce qui reviendrait à renoncer aux progrès accomplis au cours des dernières années, on peut distinguer deux sortes d'opinions à cet égard.

La première met en relief les coûts, en termes de pertes de production et d'aggravation du chômage, qu'impliquerait une réduction supplémentaire du taux d'inflation. Les facteurs qui tendent à maintenir les salaires réels au même niveau donnent au processus inflationniste une grande force d'inertie alors que, en règle générale, l'influence des anticipations sur la formation des prix s'exerce essentiellement à travers les marchés des capitaux. Si l'on veut faire baisser le taux d'inflation, il faut donc une forte dose de déflation touchant une large gamme de marchés et de secteurs. Selon les tenants de cette thèse, le coût de l'opération sera inévitablement lourd, car c'est seulement dans un contexte de chômage et de sous-utilisation des

ressources qu'on peut persuader les agents économiques d'accepter une baisse de leur salaire réel et du prix relatif de leur production. On peut en déduire que tout progrès accompli dans la lutte contre l'inflation sera perdu dès que la situation du marché deviendra plus favorable. Poussée à l'extrême, cette thèse amènerait à affirmer, compte tenu des arguments développés ci-dessus, que le coût de l'inflation pour l'économie est modéré, surtout si le taux de hausse des prix est stable et, dès lors, largement anticipé. Quoi qu'il en soit, la thèse ainsi exposée débouche sur la conclusion selon laquelle la réalisation de nouveaux progrès dans la lutte contre l'inflation, au moins en l'absence d'une politique des revenus efficace, suppose que la croissance lente enregistrée au cours des années récentes se prolonge encore pendant quelque temps (20). Si l'on veut éviter cette issue et favoriser la reprise de l'activité, il faudra donc permettre une expansion de la demande intérieure suffisamment rapide pour soutenir la croissance de la production, tout en accompagnant aussi, pour l'essentiel, le taux d'inflation du moment.

L'opinion opposée s'exprime sous différentes formes. Pour certains, le coût de l'inflation est beaucoup plus lourd que ne le suggèrent les tenants de la thèse exposée ci-dessus. En conséquence, ceux-ci considèrent qu'il convient d'accepter une récession plus sévère durant une période plus longue pour obtenir une réduction déterminée du taux d'inflation. Ils pensent en général que, à plus long terme, l'amélioration de la situation de la production et de l'emploi passe par une maîtrise de l'inflation ; autrement dit, l'arbitrage à court terme entre inflation et croissance s'inverse avec le temps. Pour d'autres, il n'apparaît guère possible de stabiliser l'inflation à un taux sensiblement supérieur à zéro sans se heurter à des forces tendant à l'accélérer. Dès lors, il serait irréaliste d'espérer que le coût pour l'économie d'une forte inflation s'allégera du fait que la politique suivie permet de prévoir avec certitude la hausse des prix. L'inflation étant considérée comme économiquement coûteuse et politiquement impopulaire, on ne peut la réduire, suivant cette opinion, sans passer par des mesures restrictives, au moins à court terme. Aussi le manque à produire qui en résulte est-il considéré comme imputable, au premier chef, au fait d'avoir toléré initialement un niveau élevé d'inflation. Parmi les adeptes de cette opinion, certains considèrent aussi que les anticipations inflationnistes influent davantage sur la formation des salaires et des prix que les rigidités institutionnelles. Le fait pour les responsables de la politique monétaire de se montrer disposés à accompagner un taux d'inflation élevé, pour la simple raison que c'est là le taux du moment, aurait des répercussions sur les anticipations et influencerait de manière défavorable sur la formation des salaires et des prix. Inversement, en s'affirmant clairement résolues à réduire le taux d'inflation, les autorités influenceraient favorablement la formation des salaires et des prix, de sorte que le degré de déflation nécessaire serait moindre que ne le supposent les tenants de la première thèse susmentionnée. Dans cette optique, il conviendrait donc de poursuivre la lutte contre l'inflation jusqu'au rétablissement de la stabilité des prix ; en d'autres termes, le taux d'inflation approprié serait zéro (21).

L'attitude des banques centrales et des pouvoirs publics, dans la plupart des pays de l'OCDE, semble se situer entre ces deux types d'opinions. Les autorités n'ont jamais voulu s'accommoder d'un taux d'inflation très élevé ou accepter une forte accélération de la hausse des prix sans prendre des mesures restrictives pour enrayer cette évolution. D'un autre côté, au cours des quinze dernières années, aucun pays ne s'est montré disposé à prendre les

mesures nécessaires pour ramener le taux d'inflation à un niveau proche de zéro et l'y maintenir, encore que le Japon soit peut-être sur le point d'y parvenir. A l'heure actuelle, de nombreux pays semblent être d'avis qu'il convient de subordonner le soutien de l'activité à la réalisation de progrès substantiels dans la lutte contre l'inflation, mais, si ces progrès sont accomplis, de donner la priorité au redressement de l'activité plutôt que viser à abaisser davantage le rythme de hausse des prix. C'est ainsi qu'en France et en Italie, où le taux d'inflation reste élevé, l'orientation de la politique économique demeure restrictive, car les autorités s'efforcent en priorité de réduire la hausse des prix de manière à diminuer les écarts par rapport aux autres grands pays. En revanche, la politique économique s'est assouplie au cours de l'année écoulée aux Etats-Unis et au Canada, l'inflation ayant fortement reculé dans ces deux pays.

Dans les autres grands pays, où le taux d'inflation a baissé sensiblement, les autorités, sans adopter une politique restrictive, sont restées prudentes. En Allemagne, l'objectif de croissance monétaire n'a pas été modifié de 1981 à 1983, tandis qu'au Royaume-Uni, la décision prise en 1983 et 1984 d'abaisser les objectifs fixés pour les principaux agrégats monétaires était déjà inscrite dans la stratégie financière à moyen terme adoptée par les pouvoirs publics. Dans ces deux pays, les objectifs monétaires ont ainsi tendu à assurer une plus grande "marge de croissance" dès lors que les résultats sur le plan de l'inflation devenaient plus favorables. Au Japon également, où le taux d'inflation est presque nul et ne semble pas devoir remonter, les autorités se sont montrées disposées à soutenir l'activité économique. Toutefois, elles ont estimé n'avoir pas beaucoup de marge de manoeuvre à cet égard étant donné la surprenante faiblesse du yen sur les marchés de change et la crainte qu'une nouvelle dépréciation de la monnaie n'aggrave les tendances protectionnistes chez les partenaires commerciaux.

#### B. La politique monétaire et le "partage" de la croissance de l'activité entre prix et production

Si la politique monétaire peut contribuer à ce que l'activité augmente suffisamment pour accompagner ou faciliter la reprise économique, les possibilités qu'elle offre d'influer favorablement sur le partage de cette augmentation entre hausse des prix et accroissement de la production sont manifestement limitées. Vers la fin des années 70 et au début des années 80, sous l'influence de l'école néo-classique qui mettait l'accent sur le caractère rationnel des anticipations et sur la tendance des marchés à s'équilibrer d'eux mêmes, certains milieux avaient été amenés à considérer que la politique monétaire, à condition d'être clairement expliquée, permettait d'influer dans un sens favorable sur le partage entre prix et production. Il est possible, affirmait-on, de réduire l'inflation de manière relativement indolore : il suffit pour cela que les autorités réduisent fortement le taux de croissance monétaire et qu'elles annoncent de manière convaincante que telle sera l'orientation de leur politique. Des agents économiques rationnels, sachant qu'un ralentissement de la croissance monétaire entraîne une baisse du taux d'inflation, modifieront en conséquence leur comportement en matière de formation des prix, de sorte que l'inflation reculera sans affecter beaucoup la production et l'emploi.

En réalité, cet optimisme devait se révéler peu fondé, l'inflation n'ayant été réduite qu'au prix d'une récession sévère et prolongée. Cela tient

en partie au fait que dans les pays où cet optimisme était le plus marqué, notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, les autorités ne s'étaient guère montrées, dans le passé, fermement et durablement résolues à lutter contre l'inflation, ni capables d'atteindre régulièrement les objectifs monétaires qu'elles s'étaient elles-mêmes fixés. Aussi, leurs déclarations empreintes de fermeté sur la politique qu'elles entendaient suivre n'ont peut-être pas été vraiment crédibles. Dès lors, il est permis de penser que le "partage" prix-production pourrait encore s'améliorer si, par la suite du maintien d'une politique anti-inflationniste durant la récession récente, les agents économiques étaient désormais davantage convaincus que les autorités ne laisseront pas l'inflation s'accélérer à mesure que la reprise se poursuivra.

Là encore, toutefois, il ne faudrait pas faire preuve à cet égard d'un optimisme excessif, et ce pour trois raisons. Tout d'abord, la crédibilité dont bénéficie les autorités monétaires peut être quelque chose d'éphémère. Même après plusieurs années d'application d'une politique monétaire cohérente, les marchés pourraient se laisser guider finalement par l'idée que l'évolution économique dépend surtout de considérations politiques, ce que l'on qualifie parfois de "cycle électoral". En second lieu, dans la mesure où tous les agents économiques ne considèrent pas comme très étroites les relations entre des agrégats monétaires déterminés et le taux d'inflation, le fait d'avoir affiché des objectifs pour la croissance de ces agrégats -- même s'ils sont crédibles en eux-mêmes -- peut ne pas suffire à freiner les anticipations inflationnistes si l'évolution constatée dans d'autres domaines témoigne d'une orientation différente. Troisièmement, et c'est peut-être là le point essentiel, le comportement des salariés et des entreprises peut être de nature à entraîner une accélération de la hausse des prix même si la politique monétaire est perçue, en général, comme non permissive de l'inflation. Si l'on a réussi, ces temps derniers, à provoquer une désinflation, c'est en persuadant de nombreux agents économiques d'accepter que leur salaire réel ou les prix de leurs produits soient inférieurs à ce qu'ils jugeaient approprié, en faisant valoir que, dans l'immédiat, la situation économique ne permettait pas d'obtenir davantage. A mesure que la reprise de l'activité progressera, la situation apparaîtra comme plus favorable sur un grand nombre de marchés. Les agents économiques feront sans doute pression pour obtenir un "rattrapage" rétablissant la structure antérieure des salaires et des prix relatifs, ou ramenant les salaires et les prix, en termes réels, au niveau considéré comme "normal", "équitable" ou adéquat à moyen terme. Cette attitude risquerait alors d'entraîner une hausse des salaires et des prix plus rapide que ne le justifierait la situation économique globale. A moins de faire obstacle à la reprise elle-même, la politique monétaire est mal placée pour empêcher une telle évolution. Si celle-ci se produisait, on n'aurait d'autre choix que de l'accompagner, auquel cas la reprise se révélerait inflationniste, ou de s'y opposer, auquel cas la reprise tendrait à s'essouffler.

Néanmoins, la politique monétaire est susceptible d'exercer une influence favorable sur les anticipations ainsi que sur la formation des salaires et des prix si l'opinion est convaincue qu'elle demeurera orientée dans le sens de la lutte contre l'inflation. Il n'existe pas de recette à cet égard. Le principal atout dont puisse disposer une banque centrale est d'avoir toujours maintenu une orientation anti-inflationniste ; comme on a pu l'observer souvent au Japon, en Allemagne, en Suisse et aux Pays-Bas, c'est là un élément qui peut donner aux autorités la souplesse et la liberté d'action nécessaires à court terme. En fait, cependant, il se peut que les possibilités d'utilisation de cette marge de manoeuvre soient réduites, comme en témoigne

la perte de confiance que la faiblesse persistante du deutschemark a provoquée en Allemagne pendant l'année 1981.

Lorsque leur crédibilité est moins bien établie, les autorités monétaires voient leur liberté d'action particulièrement limitée et elles doivent faire constamment et concrètement la preuve de leur volonté de lutter contre l'inflation. En pratique et selon l'attitude des marchés des capitaux, cela n'implique pas nécessairement qu'on s'en tienne strictement, dans le court terme, au respect des objectifs monétaires fixés (encore qu'il y aurait avantage à atteindre systématiquement ces objectifs) à condition qu'un ensemble d'autres indicateurs étroitement liés au processus inflationniste fassent apparaître une évolution compatible avec une faible hausse des prix. Dans certains pays, notamment les petits pays à économie ouverte, ces indicateurs peuvent avoir une importance plus grande encore que la croissance monétaire. A cet égard, la fermeté du taux de change, sans soutien direct de la part des autorités constitue un facteur favorable. A l'inverse, l'existence d'un déficit budgétaire important rend la tâche de la banque centrale plus difficile en suscitant la crainte d'une création monétaire excessive (22).

### C. Possibilités d'action en faveur de l'investissement et de la rentabilité des entreprises

La probabilité d'une reprise durable et non génératrice d'inflation se trouverait grandement accrue si une part notable de l'accroissement de la production allait aux investissements productifs. Il y a à cela deux raisons. Tout d'abord, en confortant les gains de productivité obtenus dans le passé récent, un niveau accru d'investissements faciliterait l'octroi de salaires réels plus élevés. En second lieu, les investissements supplémentaires tendraient à créer de nouveaux emplois et à assurer le maintien d'un grand nombre d'emplois existants face à une concurrence de plus en plus vive dans un monde où les techniques ne cessent d'évoluer.

L'amélioration de la rentabilité des entreprises contribuerait beaucoup à accroître l'investissement, en fournissant à celles-ci à la fois des raisons d'investir et une grande partie des ressources financières nécessaires à cet effet. En outre, les perspectives concernant l'emploi deviendraient meilleures, car il faut que les entreprises se trouvent dans une situation financière saine pour qu'une amélioration puisse intervenir à cet égard. En 1983, la rentabilité s'est redressée dans un grand nombre de secteurs par rapport à la situation médiocre qui régnait en 1982 (voir tableau 5), mais c'est là une évolution normale au début d'une reprise. Il faut cependant que ce progrès soit durable. Aussi est-on amené à se demander dans quelle mesure la politique monétaire peut influencer sur la répartition du revenu national entre les agents économiques et/ou sur la composition de la demande.

C'est d'abord par son incidence globale sur la demande et sur l'activité économique que la politique monétaire agit sur la rentabilité des entreprises et, partant, sur l'investissement. Dans la mesure où elle contribue à assurer un degré élevé d'utilisation des capacités de production, cette politique peut accroître les profits. Cependant, les possibilités d'expansion de la demande étant limitées par la nécessité d'empêcher une réaccélération de l'inflation si l'on veut que la reprise soit durable, on ne saurait aller très loin dans cette voie. L'influence de la politique monétaire sur le taux de change offre une seconde possibilité d'action sur la

Tableau 5

TAUX DE RENDEMENT DU CAPITAL DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIERE (a)

	Etats- Unis	Japon	Allemagne	France	Royaume- Uni	Canada
1966-70	21.2	37.8	19.1	17.1	10.2	13.9
1971-75	17.3	28.5	15.9	17.6	7.9	14.1
1976	17.3	20.3	14.9	13.0	5.7	12.5
1977	18.1	19.7	14.6	13.0	7.7	11.4
1978	17.5	21.4	14.6	13.2	7.8	11.9
1979	15.4	21.2	14.9	13.8	5.9	13.4
1980	12.3	20.8	13.0	12.0	5.0	13.2
1981	12.4	20.8	11.6	11.0	4.1	12.7
1982	10.0	14.2	11.6	10.7	4.0	9.9
1983	11.6	18.9	12.7	10.9	4.6	11.6

a. Excédent d'exploitation brut en pourcentage du stock de capital.  
Estimations du Secrétariat de l'OCDE.

rentabilité des entreprises. La fermeté du taux de change réel -- situation qu'on a observée aux Pays-Bas vers le milieu des années 70, au Japon, en Allemagne et en Suisse aux environs de 1978, au Royaume-Uni pendant les années 1979-81 et plus récemment aux Etats-Unis -- peut avoir des répercussions immédiates et dommageables sur les branches d'activité les plus exposées à la concurrence internationale, tout en favorisant généralement les salaires réels. A l'inverse, la faiblesse du taux de change réel -- tel au Royaume-Uni en 1977-78 et aux Etats-Unis en 1978-79 -- favorise les profits au détriment des salaires réels. On peut en déduire qu'une politique monétaire qui conduirait à une baisse du taux de change réel améliorerait les perspectives de reprise durable par ses effets sur la rentabilité des entreprises.

Cette dernière argumentation se heurte cependant à deux objections. Premièrement, la baisse d'une monnaie implique la hausse d'autres devises par rapport à celle-ci. De la sorte, si la possibilité d'action considérée plus haut s'offre effectivement à chacun des pays pris isolément, la zone de l'OCDE dans son ensemble ne saurait suivre une telle stratégie. En second lieu, un taux de change artificiellement bas est de nature à entraîner une réaction en faveur d'une augmentation des salaires pour compenser l'effet négatif de la dépréciation de la monnaie sur les revenus réels. En outre, à supposer que la politique suggérée réussisse, il y aura probablement des pressions à la hausse sur les salaires dans les branches d'activité les plus dynamiques, ce qui fera disparaître en grande partie l'avantage procuré par la dépréciation du taux de change, à moins que des mesures d'un ordre différent ne soient prises pour contrecarrer cette évolution. En présence d'une politique monétaire d'accompagnement, on risquerait, ce faisant, de déclencher une spirale des salaires et des prix, les autres branches réagissant de manière à maintenir leur position relative. Il faudrait donc se rabattre sur des mesures non monétaires pour favoriser une amélioration durable de la rentabilité des entreprises.

Certains pensent que l'on pourrait agir plus directement sur la composition de la demande au profit de l'investissement en maintenant les taux d'intérêt à un niveau délibérément bas, particulièrement les taux à long terme. La politique monétaire peut certes influencer temporairement sur les taux d'intérêt, mais on peut douter que ce soit là une stratégie viable sur plusieurs années si l'on veut que l'expansion de l'activité n'ait pas de répercussions inflationnistes. Pour abaisser les taux d'intérêt au-dessous du niveau compatible avec la réalisation de l'objectif de croissance monétaire ou le maintien d'un taux de change fixe sans soutien de la banque centrale, les autorités monétaires doivent fournir au système bancaire les moyens de satisfaire la demande de crédit au taux considéré. De ce fait, il y a en général création supplémentaire de monnaie, le processus se perpétuant aussi longtemps qu'on veut maintenir les taux d'intérêt à un niveau relativement bas. Cette situation aura pour effet d'entraîner une accélération de la croissance de la masse monétaire, et risque de provoquer, en régime de taux de change fixe, des sorties de capitaux et des tensions de plus en plus fortes sur les réserves de change.

Tôt ou tard, en particulier lorsque la stabilité du taux de change est pour les autorités un objectif important ou est considéré comme influant largement sur l'inflation, cette situation aura vraisemblablement des répercussions défavorables sur les anticipations. Une pression à la hausse s'exercera sans doute sur les taux d'intérêt, de sorte qu'il faudra accélérer encore la création monétaire pour les empêcher de monter. Cet état de choses ne peut qu'accroître les tensions sur les marchés des capitaux. D'un autre

côté, la demande intérieure supplémentaire engendrée par le bas niveau des taux d'intérêt et par l'expansion plus rapide de la masse monétaire aura pour effet d'accélérer encore les dépenses et la demande de crédit. Il peut en résulter un phénomène de surchauffe avec relance de l'inflation ou, en situation de taux de change fixe, des difficultés insurmontables de balance des paiements. Dans l'un et l'autre cas, il y a peu de chances qu'on puisse durablement maintenir les taux d'intérêt au-dessous du niveau nécessaire pour assurer la réalisation des objectifs fixés en matière de croissance monétaire et de taux de change.

Une autre manière d'influencer la composition de la demande par le biais de la politique monétaire consiste à pratiquer un rationnement sélectif du crédit. Cette méthode peut être appliquée dans les pays où l'on recourt habituellement à l'encadrement du crédit bancaire comme instrument de la politique monétaire. A l'intérieur d'une enveloppe globale de crédit, on peut tout simplement -- c'est d'ailleurs généralement ce qui se fait -- donner la priorité à l'investissement sur les dépenses de consommation et privilégier certaines branches d'activité ou certaines catégories d'investissements au détriment des autres. Une telle méthode présente l'avantage de procurer à l'industrie des ressources financières assorties de taux d'intérêt plus bas que ceux inhérents à une distribution du crédit s'effectuant davantage par les mécanismes du marché. Elle soulève cependant, elle aussi, des difficultés. Le contrôle administratif du crédit, système de répartition qui échappe aux lois du marché, peut s'avérer inefficace et s'accompagne souvent d'un processus de "désintermédiation" bancaire ainsi que de distorsions dans l'allocation des ressources financières. Un certain nombre de pays en sont venus à juger cette pratique peu satisfaisante et s'orientent actuellement (c'est le cas du Japon et de l'Italie), ou se sont déjà orientés (comme le Royaume-Uni), vers son abandon partiel au profit de méthodes de distribution du crédit axées davantage sur le marché. Un recours accru à une réglementation détaillée ou à des directives en matière de distribution du crédit ne ferait qu'ajouter aux inconvénients propres aux méthodes de rationnement administratif, de sorte que l'on aurait peu de chances, semble-t-il, de promouvoir une reprise de l'activité basée sur des projets d'investissements judicieusement choisis.

Si l'on veut que l'investissement soit le moteur de la reprise, le problème n'est pas, au fond, d'avoir une politique monétaire expansionniste mais d'assurer un apport d'épargne sur le marché des capitaux qui soit suffisant pour peser durablement sur les taux d'intérêt et qui serve au financement des investissements privés. La reprise elle-même y contribuera pour une part puisqu'elle entraînera un accroissement des revenus et, par suite, du volume de l'épargne. Dans certains pays, notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, on peut aussi favoriser cet apport d'épargne en abaissant les taux d'imposition marginaux. L'essentiel, toutefois, serait de réduire les déficits budgétaires durant la phase de reprise, ces derniers opérant un prélèvement sur les ressources financières disponibles. Ce prélèvement, exprimé en pourcentage de l'épargne, devrait certes diminuer légèrement en 1984 dans un certain nombre de pays ; il n'en restera pas moins partout -- à l'exception du Japon, de l'Allemagne et du Royaume-Uni -- nettement plus élevé que dans les années 70 (voir tableau 6). En réduisant ces déficits, on pourrait ramener les taux d'intérêt au-dessous de leur niveau actuel, apparemment compatible avec les objectifs fixés en matière de croissance monétaire et/ou de taux de change ; ceci permettrait d'accroître les ressources disponibles pour le financement des investissements privés et on d'en abaisser le coût.



Tableau 6

## APPEL DU SECTEUR PUBLIC A L'EPARGNE PRIVEE ET ENDETTEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982(a)	1983(a)	1984(a)
Rapport du déficit budgétaire à l'épargne privée(b)												
<b>Etats-Unis</b>												
Epargne brute	-3.4	2.0	22.9	12.3	5.5	-1.1	-3.5	7.2	5.3	22.2	22.2	21.1
Epargne nette	-7.0	4.8	52.4	30.4	13.7	-2.6	-9.3	22.0	15.0	71.4	67.8	58.3
<b>Japon</b>												
Epargne brute	-1.6	1.2	9.5	12.1	13.1	18.2	16.6	15.6	14.0	15.0	13.1	9.8
Epargne nette	-2.7	2.1	17.1	20.6	23.0	31.0	29.8	28.2	26.6	30.1	28.3	22.2
<b>Allemagne</b>												
Epargne brute	-6.0	6.4	27.2	17.0	12.9	12.5	13.2	15.9	19.5	17.1	15.0	10.1
Epargne nette	-11.8	12.9	55.9	35.5	28.9	26.2	27.6	36.2	46.4	41.8	37.3	26.1
<b>France</b>												
Epargne brute	-4.4	-3.1	10.7	2.5	4.2	8.8	5.3	-1.4	10.1	14.6	19.2	21.1
Epargne nette	-7.5	-5.9	20.2	5.8	8.5	16.7	10.5	-3.2	24.4	35.8	47.0	52.9
<b>Royaume-Uni</b>												
Epargne brute	14.1	23.8	28.8	28.7	17.0	20.5	16.4	18.3	15.3	11.9	17.6	14.7
Epargne nette	26.4	61.4	76.1	68.5	37.8	40.7	35.8	42.5	39.8	30.1	54.8	46.1
<b>Italie</b>												
Epargne brute	32.6	31.7	43.5	33.4	29.9	35.1	33.9	30.4	45.1	46.2	47.9	48.1
Epargne nette	47.2	48.7	69.4	52.4	47.9	54.2	51.4	47.2	73.0	74.4	81.8	81.6
<b>Canada</b>												
Epargne brute	-5.3	9.8	12.5	8.5	12.6	15.7	8.3	11.9	5.8	26.4	27.0	23.3
Epargne nette	-10.5	-19.1	24.1	16.1	25.3	29.9	15.3	22.1	11.2	50.6	49.6	40.8
<b>Belgique</b>												
Epargne brute	14.9	11.0	21.4	23.4	25.2	27.0	33.1	42.8	60.2	59.7	57.5	54.0
Epargne nette	24.1	18.1	36.5	37.5	43.2	45.8	58.7	73.7	103.2	..	..	..
<b>Danemark</b>												
Epargne brute	-20.9	-13.1	6.3	0.9	1.8	1.7	10.5	21.1	38.6	47.2	47.1	43.4
Epargne nette	-28.8	-20.3	10.9	1.5	3.1	2.9	20.5	..	..	..	..	..
<b>Pays-Bas</b>												
Epargne brute	-2.7	2.0	15.7	14.7	11.4	16.7	21.7	36.6	44.2	56.8	62.3	57.0
Epargne nette	-4.1	3.0	27.6	24.9	20.1	29.9	40.6	..	..	..	..	..
<b>Suisse</b>												
Epargne brute	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Epargne nette	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..

.. Non disponible.

- a. Estimations et prévisions du Secrétariat de l'OCDE.
- b. Besoin de financement des administrations publiques en pourcentage de l'épargne privée. Le signe moins indique une capacité de financement. L'épargne privée brute est la somme de l'épargne brute des ménages et des entreprises, après déduction de l'appréciation des stocks lorsque cette donnée est disponible (dans le cas des Etats-Unis, du Royaume-Uni et du Canada) mais avant déduction des amortissements du capital. L'épargne privée nette est égale à l'épargne brute après déduction des amortissements.

## D. Obstacles éventuels à une reprise durable

### 1. L'importance du déficit budgétaire prévisible des Etats-Unis

La situation actuelle présente un aspect particulier qui n'existait pas lors des cycles antérieurs : c'est la perspective d'un très important déficit du budget fédéral des Etats-Unis, en grande partie structurel, lequel devrait normalement se maintenir à moyen terme si la politique actuellement suivie demeure inchangée. La phase de reprise antérieure, commencée en 1975, avait aussi été caractérisée au début par un déficit fédéral élevé, mais celui-ci était dû essentiellement à la récession des années 73-74, de sorte qu'il diminuait sensiblement par suite de la croissance plus rapide de l'activité. Le déficit budgétaire actuel, en revanche, fait craindre soit que les taux d'intérêt réels demeurent à un niveau élevé, auquel les autres pays seront peut-être contraints de s'adapter et qui risque d'entraver la reprise, soit que l'expansion monétaire ne devienne excessive, d'où le danger d'une relance de l'inflation.

#### a) Répercussions aux Etats-Unis

Il est sans doute excessif de redouter qu'un déficit budgétaire important aux Etats-Unis n'étouffe la reprise dans un avenir proche par suite d'une insuffisance de la demande privée. Même si le niveau élevé des taux d'intérêt réduit la demande de certaines catégories de biens, la reprise se poursuivra si, dans d'autres domaines, les dépenses restent suffisamment importantes. Un déficit budgétaire donné ne fait monter les taux d'intérêt que dans la proportion nécessaire pour attirer un volume de fonds suffisant pour le financer. Les ressources pouvant provenir en partie de l'étranger, le montant net qu'il faut en fin de compte détourner des besoins du secteur privé est inférieur au déficit budgétaire. Il n'est donc pas nécessaire que les fonds ainsi amputés au financement des dépenses privées (au détriment, vraisemblablement, du logement, des biens de consommation durables et des investissements industriels) dépasse le montant des dépenses publiques couvert par l'emprunt. Dès lors, une situation caractérisée par des taux d'intérêt élevés, un taux de change ferme, et une dégradation de la balance des paiements courants, comme c'est le cas actuellement aux Etats-Unis, témoignerait plutôt d'intentions de dépenses relativement fortes.

Beaucoup plus inquiétant est le fait que l'importance du déficit budgétaire est de nature à déséquilibrer la reprise, en ce sens qu'elle reposera trop largement sur la consommation, car cela a des conséquences structurelles défavorables à moyen terme. En premier lieu, la tendance du déficit fédéral à attirer les capitaux étrangers contribue depuis trois ans à la hausse du dollar (voir tableau 7). De ce fait, des branches importantes de l'industrie des Etats-Unis voient leur compétitivité se détériorer fortement, ce qui, inévitablement, entraînera une contraction de leur activité et provoquera un déficit considérable de la balance des paiements courants. Selon les prévisions récentes, ce dernier représentera en 1984 près de la moitié du déficit budgétaire (23). Sans doute les entrées nettes des capitaux, qui en sont la contrepartie, tendent-elles à maintenir les taux d'intérêt réels au-dessous du niveau où ils se situeraient autrement. Il n'en demeure pas moins que la charge de financement d'un déficit budgétaire élevé retombera pour une part notable sur les secteurs intérieurs de l'économie américaine. Ceci contribuera à favoriser une hausse des taux d'intérêt et toute tentative de recours à la politique monétaire pour atténuer cette tendance serait de nature à accélérer l'inflation.

Tableau 7

## TAUX DE CHANGE REEL PAR RAPPORT AU DOLLAR DES ETATS-UNIS (a)

(Indices 1980 = 100)

	1981.I	1981.II	1982.I	1982.II	1983.I	1983.II*
Japon	107.5	95.9	86.7	81.4	90.3	88.4
Allemagne	82.1	75.2	69.5	68.7	67.3	62.6
France	87.2	77.9	72.3	65.5	66.2	61.3
Royaume-Uni	97.9	81.0	75.8	72.4	65.6	65.1
Italie	86.4	80.2	73.9	74.4	78.3	75.4
Canada	98.8	101.6	100.8	102.3	98.1	98.9
Belgique	79.9	71.0	59.2	54.4	55.2	51.4
Danemark	80.2	73.0	66.6	61.2	63.4	59.4
Pays-Bas	79.8	72.4	68.1	65.2	65.5	59.7
Suisse	84.3	82.4	81.4	77.4	82.0	79.3

a. Taux de change nominal par rapport au dollar corrigé de l'écart d'évolution des coûts unitaires de main-d'oeuvre.

\* Estimations du Secrétariat de l'OCDE.

Du fait du niveau élevé des taux d'intérêt, le secteur privé aux Etats-Unis peut être incité à réduire ses encaisses pour détenir davantage d'obligations publiques, d'où augmentation de la vitesse de circulation de la monnaie. Toutefois, étant donné que les innovations financières récentes et les réformes réglementaires offrent désormais la possibilité de rémunérer les avoirs monétaires à des taux proches de ceux du marché, il est probable que la demande de monnaie et du même coup la vitesse de circulation sont devenues beaucoup moins sensibles au niveau des taux d'intérêt. L'incidence majeure de la hausse des taux sur l'économie américaine sera donc sans doute une éviction des dépenses privées, surtout celles consacrées à l'investissement. Si, à court terme, ce phénomène peut ne pas être très conséquent, à la longue, en revanche, la faiblesse des investissements est susceptible d'exercer des effets cumulatifs. Ainsi, à moyen terme, des déficits budgétaires importants auront vraisemblablement des répercussions défavorables sur la productivité et sur la capacité de production, de sorte qu'on risque de se heurter assez tôt à des goulets d'étranglement et à des insuffisances de capacité.

#### b) Répercussions sur les autres pays de l'OCDE

Etant donné le degré d'intégration financière à l'intérieur de la zone OCDE, les tensions que provoque la demande de fonds très importante de la part des Etats-Unis se répercutent sur les autres pays. Les autorités monétaires de ces pays ont la possibilité d'influer plus ou moins sur la forme que prendront ces répercussions, mais elles ne sauraient s'y soustraire. Elles peuvent, par exemple, décider de s'en tenir à la poursuite d'un objectif monétaire interne préalablement choisi, auquel cas la tension s'exercera sur le taux de change. Une autre solution consiste, pour certains pays, à stabiliser leurs taux de change réciproques, comme dans le Système Monétaire Européen, et à laisser leurs monnaies flotter conjointement vis-à-vis du dollar. Une troisième réaction possible consiste à relever suffisamment les taux d'intérêt pour ne pas avoir à ajuster le taux de change, même si cela implique un resserrement monétaire.

Jusqu'à présent, les réactions des autorités monétaires à l'égard de l'afflux des capitaux vers les Etats-Unis et vis à vis de la fermeté du dollar se sont situées quelque part entre ces différentes options. En Europe, les deux premières solutions semblent l'avoir emporté, encore que l'évolution observée aux Etats-Unis ait peut-être influé sur le choix du moment des modifications de taux d'intérêt. De fait, dans les grands pays européens, il n'apparaît pas que la croissance monétaire ait eu tendance à rester en deçà de l'objectif fixé ou à être particulièrement lente ; les taux d'intérêt réels, comme on l'a noté dans la deuxième partie, ne sont pas éloignés des niveaux enregistrés au début des reprises antérieures ; les taux de change, enfin, ont baissé en termes réels vis-à-vis du dollar (voir tableau 7), la dépréciation intervenue depuis 1980 allant de 20 pour cent (en Suisse) à 48 pour cent (en Belgique). Le Canada, en revanche, a ajusté ses taux d'intérêt de manière à éviter toute baisse importante de son taux de change nominal vis-à-vis du dollar des Etats-Unis ; de ce fait, les taux d'intérêt canadiens en termes réels, sans s'écarter beaucoup des niveaux observés au même stade des reprises antérieures, demeurent assez élevés, en particulier à long terme, tandis que le taux de change en termes réels de la monnaie canadienne vis-à-vis du dollar des Etats-Unis n'a guère varié. Au Japon, les autorités qui, depuis 1973, ont tendu à laisser le taux de change de leur monnaie supporter en grande partie l'incidence des perturbations extérieures, ont craint que la faiblesse du yen n'aggrave les tendances protectionnistes chez les partenaires commerciaux. Aussi se sont-elles efforcées de freiner la dépréciation du yen en maintenant

les taux d'intérêt à un niveau plus élevé que ne l'exigeait la situation de l'économie japonaise. De ce fait, la croissance monétaire s'est ralentie en 1982-83, tandis que la dépréciation en termes réels du yen vis-à-vis du dollar, qui a atteint 11 1/2 pour cent depuis 1980, s'est avérée inférieure à celle de la plupart des monnaies européennes.

Dans la mesure où les prix de nombreux produits de base faisant l'objet d'échanges internationaux (notamment le pétrole) sont fixés en dollars, les pays ayant pour politique de laisser leur taux de change absorber en majeure partie les perturbations d'origine extérieure ont craint souvent qu'une hausse persistante de la monnaie américaine n'ait des répercussions inflationnistes par ses effets sur les termes de l'échange et sur les prix à l'importation. Ils craignent aussi que la faiblesse du taux de change et la hausse des prix à l'importation n'exercent une incidence défavorable sur les anticipations inflationnistes, ce qui rendrait plus difficile une reprise de l'activité sans accélération de la hausse des prix. Cependant, la première de ces préoccupations est dans une certaine mesure exagérée. Le fait qu'un produit de base soit coté en dollars n'empêche pas que son prix soit variable. Les prix des denrées alimentaires, des matières premières et de l'énergie réagissent normalement, éventuellement avec retard, aux mécanismes du marché quelle que soit la monnaie de référence, tandis que les prix des produits manufacturés dépendent surtout des coûts à l'exportation et de l'intensité de la concurrence sur les marchés d'importation. La hausse du dollar devrait donc entraîner, sinon une baisse, du moins une hausse plus lente, toutes choses égales par ailleurs, des prix en dollars de la plupart des produits de base faisant l'objet d'échanges internationaux. Dès lors, la difficulté se limite pour l'essentiel aux échanges de produits manufacturés avec les Etats-Unis, lesquels ne représentent pas un volume suffisamment important pour avoir une incidence inflationniste notable dans la plupart des pays de l'OCDE, à l'exception du Canada et, peut-être, du Japon (au titre, presque exclusivement, des exportations) (24).

Bien que que les pays autres que les Etats-Unis se trouveraient dans une situation sans doute un peu meilleure si le dollar n'avait pas monté aussi fortement au cours des trois dernières années, il est difficile de démontrer, à partir des observations empiriques, que la hausse de la monnaie américaine a eu une incidence inflationniste notable, même en ce qui concerne l'Europe. Les tableaux 8 et 9 font apparaître l'évolution des termes de l'échange et des prix à l'importation (par rapport aux prix intérieurs) au cours des dernières années. Si, aux Etats-Unis, les termes de l'échange se sont améliorés depuis que le dollar a commencé à monter en 1980, l'écart qu'ils accusent dans les autres pays par rapport au chiffre de 1980 atteint rarement 5 pour cent. En particulier, on ne voit pas de différence entre l'évolution intervenue à cet égard au Canada et au Japon d'une part, pays qui ont cherché à freiner la dépréciation de leur monnaie par rapport au dollar, et celle de la plupart des pays européens d'autre part, où la dépréciation a été importante. Au début de 1981, les prix à l'importation en Europe avaient tendance à monter plus vite que les prix intérieurs, ce qui traduisait une évolution légèrement défavorable des termes de l'échange. Depuis lors, les prix à l'importation ont été dans bien des pays un facteur de réduction de l'inflation, comme le montre leur baisse persistante par rapport aux prix intérieurs. Reste, il est vrai, le problème de l'incidence sur les anticipations, mais celle-ci ne risque guère d'être dommageable très longtemps en l'absence d'une poussée d'inflation importée de l'étranger.

Tableau 8  
 TERMES DE L'ECHANGE (a)  
 (Indices 1980 = 100)

	1981.I	1981.II	1982.I	1982.II	1983.I	1983.II
Etats-Unis	104.4	109.5	115.6	114.5	121.2	120.9
Japon	100.0	100.7	102.4	100.5	101.4	100.7
Allemagne	97.2	95.7	98.1	98.6	100.5	99.9
France	97.3	98.5	103.7	100.9	104.4	102.3
Royaume-Uni	103.3	100.6	100.2	100.9	99.6	101.3
Italie	95.8	93.6	98.7	97.7	100.5	100.3
Canada	97.0	96.1	94.9	94.7	96.5	97.4
Belgique	96.6	95.5	95.6	95.9	95.0	94.7
Danemark	97.8	97.2	95.7	96.5	96.3	96.9
Pays-Bas	98.9	99.0	100.8	101.7	100.6	99.7
Suisse	100.0	101.5	104.5	106.0	106.7	107.1

a. Rapport de l'indice des prix des exportations de biens et de services à celui des importations.

Tableau 9  
 PRIX RELATIFS A L'IMPORTATION (a)  
 (Indices 1980 = 100)

	1981.I	1981.II	1982.I	1982.II	1983.I	1983.II
Etats-Unis	96.2	89.3	83.5	82.6	77.3	77.7
Japon	96.7	99.1	96.5	99.7	92.6	92.2
Allemagne	104.3	106.4	103.7	102.2	99.4	100.0
France	103.7	103.3	99.5	104.2	99.5	102.0
Royaume-Uni	94.0	98.1	96.9	96.5	100.3	97.5
Italie	105.0	110.7	102.3	101.0	91.7	92.3
Canada	101.2	99.4	96.2	93.9	88.5	87.4
Belgique	106.7	108.9	112.6	113.0	114.3	114.4
Danemark	105.0	106.2	108.4	107.5	106.1	105.5
Pays-Bas	108.7	110.1	106.4	104.6	104.9	106.2
Suisse	99.5	96.4	91.7	89.4	88.1	87.6

a. Rapport de l'indice des prix des importations de biens et de services à celui du PIB.

## 2. L'endettement international

La menace d'un ébranlement du système financier international qui s'était fait jour en 1982 -- un certain nombre de pays en voie de développement connaissant alors de sérieux problèmes de liquidité -- a été endiguée, mais elle reste une source d'inquiétude. Jusqu'à présent, le problème a été traité au coup par coup, des programmes d'ajustement étant mis en place dans un certain nombre de pays sous les auspices du FMI. Dans certains cas, le résultat final demeure incertain et un certain nombre de questions restent à régler. Pour les pays de l'OCDE, il est vital que ces efforts d'ajustement soient couronnés de succès. Non seulement le dynamisme de leurs exportations suppose que les économies des pays hors OCDE soient bien portantes, mais encore la solvabilité d'une fraction du système bancaire international serait compromise s'il fallait que soient annulés d'importants montants de dettes contractées par des Etats.

Le moment choisi par les Etats-Unis, en 1982, pour assouplir leur politique monétaire s'explique en partie par la menace que l'endettement international faisait peser dans l'immédiat. Cependant, c'est surtout en maintenant une orientation propre à rendre la reprise économique durable que la politique monétaire des pays de l'OCDE peut aider à l'ajustement des pays en développement. De fait, une reprise soutenue dans la zone de l'OCDE améliorerait les recettes d'exportation de ces pays et, peut-être, leurs termes de l'échange, rendant ainsi moins lourd le poids du service de leur dette. Elle présenterait aussi l'avantage de rendre plus attrayant l'investissement dans les activités primaires, ce qui encouragerait les mouvements de capitaux privés sous forme d'investissements directs et assurerait dans l'avenir des approvisionnements suffisants en produits de base une fois que la demande aura retrouvé toute sa vigueur. Si les pays de l'OCDE, et en particulier les Etats-Unis, suivaient une politique monétaire plus expansionniste, le problème de l'endettement s'en trouverait certes peut-être atténué dans l'immédiat, mais, ce faisant, on risquerait d'imprimer un rythme trop rapide à la croissance de l'activité et de relancer du même coup l'inflation.

Les pays de l'OCDE ont un moyen de contribuer, de manière saine et durable, à alléger la charge pesant sur les pays en développement : c'est de prendre un ensemble de dispositions propres à réduire fortement leurs déficits budgétaires à mesure que la reprise économique progresse. En restreignant le volume des emprunts du secteur public, cette action permettrait à la zone de l'OCDE de retrouver son rôle traditionnel d'exportateur de capitaux. Du fait que les dettes des pays en développement sont en majeure partie à court terme ou bien assorties de taux flottants, la pression à la hausse que les déficits budgétaires exercent sur les taux d'intérêt alourdit considérablement la charge de la dette de ces pays. Cette dernière étant libellée en dollars pour moitié environ, une réduction du déficit budgétaire des Etats-Unis qui ferait baisser le taux de change du dollar aussi bien que les taux d'intérêt serait particulièrement utile.

## 3. Modifications possibles des préférences à l'égard des différentes monnaies de placement

Comme indiqué plus haut, le taux de change du dollar des Etats-Unis a très fortement augmenté ces dernières années, en particulier vis-à-vis des monnaies européennes (voir tableau 7). De ce fait, si les préférences à l'égard des diverses monnaies venaient à se modifier -- les placements en

dollars étant délaissés au profit d'autres devises -- on risquerait de se trouver en présence d'une situation difficile à interpréter, ce qui tendrait à compliquer la conduite de la politique monétaire. A supposer que les placements en faveur des devises autres que le dollar portent sur des avoirs monétaires, on pourrait voir apparaître, en dehors des Etats-Unis, un excédent de demande de monnaie qui aurait tendance à faire monter les taux d'intérêt dans l'hypothèse d'objectifs d'expansion monétaire inchangés. Si c'étaient des titres, autrement dit des actifs non monétaires, qui étaient recherchés, leur taux de rendement tendrait à baisser en dehors des Etats-Unis, ce qui pourrait aussi accroître la demande de monnaie. Pour que l'équilibre monétaire soit rétabli, il faudrait que les taux de change contre dollar montent. Cette hausse aurait certes une incidence favorable sur l'inflation ailleurs qu'aux Etats-Unis (grâce à la baisse des prix à l'importation), mais elle aurait aussi des répercussions défavorables sur la production (du fait d'un affaiblissement de la compétitivité).

En présence d'une telle évolution, les autorités pourraient réagir par des interventions destinées à stabiliser les taux de change. Si la préférence pour les devises autres que le dollar profitait aux actifs non monétaires, il y aurait lieu de procéder à des opérations de stérilisation (sous forme de ventes compensatrices de titres libellés dans les monnaies nouvellement préférées) puisque, ce faisant, on contrebalancerait à la source les tensions s'exerçant sur le taux de change. Si au contraire les placements s'effectuaient en faveur d'avoirs monétaires, il conviendrait que l'incidence des interventions sur le marché des changes ne soit pas neutralisée (25).

Concrètement, cependant, ces recommandations soulèvent un certain nombre de difficultés. Premièrement, elles reposent sur l'hypothèse que, dans l'ensemble, la configuration actuelle des taux de change est appropriée, ce qui probablement ne fait pas l'unanimité. Deuxièmement, le principal élément d'information dont on disposerait effectivement dans la situation envisagée serait la constatation d'une pression à la baisse sur le dollar. Or, celle-ci pourrait s'expliquer par une modification des préférences à l'égard des différentes monnaies, mais elle pourrait être due aussi à d'autres facteurs, tels qu'une réduction des emprunts du secteur public aux Etats-Unis ou une contraction des exportations de ce pays. Dans ce dernier cas, une baisse du dollar pourrait être souhaitable et les mesures préconisées plus haut ne conviendraient pas. Troisièmement, pour savoir s'il convient ou non de neutraliser les interventions effectuées sur le marché des changes, il faudrait pouvoir déterminer si la modification des préférences profite aux avoirs monétaires ou aux actifs non monétaires. Suivant le cas, certes, les répercussions sur les taux d'intérêt sont différentes, mais, comme ceux-ci subissent à tout moment l'influence d'un grand nombre d'autres facteurs, il serait très difficile de se prononcer avec certitude.

#### E. La marge de manoeuvre à court terme

De l'analyse qui précède, il ressort qu'il y a des limites à la contribution que la politique monétaire peut apporter à moyen terme pour assurer une croissance de l'activité et des investissements élevés, compte tenu de la nécessité d'éviter une relance de l'inflation. Toutefois, quand l'économie se trouve au creux du cycle conjoncturel et que l'inflation se ralentit, il peut sembler souhaitable, comme cela a souvent été le cas dans le passé, d'apporter un certain soutien à l'activité. En pratique, il s'agirait



d'empêcher les taux d'intérêt de monter et de tolérer, durant un certain temps, une expansion monétaire plus rapide qu'il ne faudrait pour éviter une résurgence de l'inflation à moyen terme. Si l'on prenait des mesures quelconques dans ce sens, on se condamnerait du même coup à limiter ultérieurement la liberté d'action de la banque centrale : à un moment donné, il faudrait que la politique monétaire se durcisse, autrement dit que l'expansion monétaire soit ralentie, si l'on ne veut pas que le rythme de croissance monétaire adopté pour soutenir temporairement la conjoncture se perpétue à moyen terme et entraîne des conséquences inflationnistes.

Les arguments qui militent en faveur d'infléchissements délibérés de la politique monétaire font bien apparaître les risques inhérents à l'observation d'une règle de conduite déterminée, tel que le maintien d'un taux constant de croissance des agrégats monétaires, sans possibilité de réagir aux événements au fur et à mesure qu'ils se produisent. Comme indiqué plus haut, l'apparition de plus en plus rapide de nouveaux instruments financiers et de nouvelles techniques financières rend l'interprétation des agrégats monétaires difficile dans un certain nombre de pays. En outre, dans la mesure où l'inflation se ralentit et qu'on s'attend à la voir demeurer faible, les coûts et les risques inhérents à la détention de monnaie diminuent, de sorte que la demande de monnaie devrait s'accroître. Si l'on ne tenait pas compte de ce facteur, la politique suivie pourrait se révéler nettement plus restrictive que voulu, ce qui, dans la conjoncture actuelle, n'irait pas sans conséquences dommageables. Enfin, dans une perspective à moyen terme, il se peut que, en donnant à l'économie un certain élan supplémentaire pendant une courte période, d'un an à dix-huit mois par exemple, on n'ait pas à craindre de répercussions importantes sur le taux d'inflation (26) à condition, il va de soi, que le soutien ainsi apporté cesse une fois la reprise bien engagée. Ce sont ces considérations qui, par exemple, ont inspiré en partie l'attitude récente des autorités monétaires aux Etats-Unis : à la suite des changements apportés à la réglementation en 1982, celles-ci ont en effet laissé M1 et M2 croître à un rythme très rapide, après quoi, la reprise progressant avec vigueur, elles ont fixé des objectifs impliquant un ralentissement de l'expansion monétaire, à partir de mars 1983 pour M2 et de juillet 1983 pour M1. Dans les autres pays également, la conduite de la politique monétaire en 1982 et 1983 a tenu compte de ce genre de considérations.

Il est fort possible qu'une série d'ajustements délibérés de ce genre donne de meilleurs résultats que n'importe quelle règle d'action. Cependant, il est incontestablement difficile de déterminer le moment auquel il convient de procéder à ces ajustements, autrement dit de prendre des mesures expansionnistes pour soutenir l'activité économique ou de prendre des dispositions restrictives pour la freiner. Pour réussir à "piloter" ainsi l'économie à l'aide de la politique monétaire, l'une des conditions à remplir est de pouvoir apprécier longtemps à l'avance la marge de capacité de production inutilisée. Une erreur d'appréciation peut entraîner soit un état de surchauffe avec relance de l'inflation, soit un resserrement prématuré qui prolongerait le sous-emploi des ressources. Il existe des indicateurs tels que le chômage recensé, les enquêtes sur l'utilisation des capacités et les estimations économétriques de la production potentielle, mais ces indicateurs ne se sont pas toujours révélés fiables (27).

Pour agir de la sorte, il convient aussi d'être en mesure de prévoir avec quelque certitude l'évolution de l'économie compte tenu de la politique suivie par les pouvoirs publics. Il est difficile d'évaluer la qualité des

prévisions, car celles-ci ont en général un caractère conditionnel et sont tributaires, notamment, d'hypothèses concernant la politique mise en oeuvre. Le fait que des prévisions se révèlent incorrectes par suite de modifications imprévisibles de la politique économique ne doit pas conduire à mettre en doute leur utilité dans la formulation de cette politique. Néanmoins, il y a sans doute intérêt, pour apprécier cette utilité, à voir dans quelle mesure ces prévisions se sont avérées exactes dans le passé.

Pour ce faire, on a utilisé ici à titre d'exemple les prévisions formulées par le Secrétariat de l'OCDE. Tous les six mois, celui-ci établit des prévisions de l'évolution à court terme des économies des pays Membres, lesquelles sont examinées par des représentants des administrations nationales. Ces prévisions existent pour un grand nombre de pays et couvrent une période déjà longue. Si la nécessité de faire l'hypothèse de taux de change stables introduit inévitablement dans ces prévisions une certaine part d'erreur, celle-ci ne dépasse sans doute pas celle qui résulterait de prévisions erronées sur les taux de change. On dispose donc là d'un ensemble de données permettant d'apprécier équitablement la qualité des travaux de prévision.

Les tableaux 10 et 11 font apparaître les erreurs qu'ont comportées les prévisions du Secrétariat s'agissant des variations annuelles du PIB en volume et du taux d'inflation. Les prévisions considérées sont celles qui sont établies en décembre pour l'année à venir. En ce qui concerne le PIB, la principale erreur systématique réside dans la tendance à ne pas détecter les ralentissements d'activité, comme le montre l'importance des erreurs affectées d'un signe positif. Ceci, toutefois, n'a guère de conséquences du point de vue du soutien qu'il convient d'apporter à l'économie au cours d'une phase de reprise. On observe également une certaine tendance à sous-estimer la vigueur de la reprise, notamment dans le cas du Japon et de l'Allemagne en 1968-1969 et pour l'ensemble de l'Europe en 1976 ; par la suite, cependant, les erreurs se révèlent généralement peu importantes. Elles s'expliquent peut-être en partie par une sous-estimation des effets globaux de transmission internationale. Il est significatif aussi qu'elles ne font pas apparaître d'optimisme excessif lorsque l'activité se situe au plus haut du cycle conjoncturel. Par conséquent, si l'on fait abstraction de la tendance à ne pas détecter les ralentissements d'activité, le bilan des prévisions relatives au PIB semble plutôt favorable.

Les résultats en revanche sont moins probants en ce qui concerne l'inflation. On observe une tendance persistante à sous-estimer la hausse des prix quand l'activité économique approche le sommet du cycle conjoncturel. Au cours de la phase de reprise des dernières années 60, on a nettement sous-évalué l'inflation dans tous les grands pays autres que la France. Les prévisions relatives à 1973, qui ne pouvaient être influencées de manière importante par la hausse des prix pétroliers intervenue en octobre et décembre de cette année, se sont révélées erronées pour tous les pays. De même, au cours de la phase de reprise la plus récente, on a fortement sous-estimé le taux d'inflation pour ce qui concerne les Etats-unis (1978-79), le Royaume-Uni (1979-80), l'Italie (1978-81) et le Canada (1979-81). Dans certains cas, ces erreurs s'expliquent en partie par des variations de taux de change qu'il aurait été probablement difficile de prévoir. Au total, si les prévisions concernant la production ont été dans l'ensemble suffisamment exactes pour aider à la formulation de la politique monétaire dans le court terme, celles portant sur l'inflation ont, au contraire, souvent été de nature à induire en erreur.

Tableau 10

## FIABILITE DES PREVISIONS DE L'OCDE EN CE QUI CONCERNE LA CROISSANCE DE LA PRODUCTION (a)

Colonne A : Situation conjoncturelle, T désignant le creux et P le sommet du cycle économique (mois entre parenthèses)  
 Colonne B : Erreur de prévision (écart entre la prévision et le résultat effectif)

	E.U.		Japon		Allemagne		France		R.U.		Italie		Canada		Belgique		Danemark		P.B.		Suisse	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
1966	-1.3	T[2]	-9.9	+2.3	-3.2	0.4	-3.3	-0.1														
1967	+1.3	P[11]	-0.2	T[5]	+3.6	T[10]	0.1	T[8]	-2.8	P[2]	-1.7	+0.7										
1968	-0.1	T[9]	-3.7	-2.9	-0.4	-1.5	T[3]	-1.5	T[2]	-1.8												
1969	-0.3	P[8]	-2.8	-2.5	-1.8	P[6]	+0.9	P[1]	-0.6	P[3]	-1.3											
1970	+1.7	P[6]	+1.4	P[4]	-0.5	P[5]	-2.1	+1.1	+2.4	T[10]	+1.5											
1971	+0.6	T[11]	+5.8	T[12]	-0.2	T[5]	+0.2	+0.6	+5.2	T[5]	+1.7	T[12]	+1.1	T[12]	+1.0	-0.3						
1972	0.0	T[1]	-2.4	-2.1	-1.2	T[2]	+2.0	T[4]	+0.6	-0.4	-1.1	T[02]	-1.6	-1.1	T[02]	+1.0						
1973	+0.5	P[12]	+1.9	P[8]	+0.7	+0.2	P[6]	-2.7	-2.0	-1.5	-1.7	+1.7	-0.9	-0.9	+1.8							
1974	+3.0	P[9]	+8.7	+2.8	P[7]	+2.0	+4.2	P[1]	+3.2	P[1]	+1.9	P[2]	+0.5	P[6]	+4.7	P[8]	0.0	P[Q1]	+1.7			
1975	-0.8	T[3]	-0.3	T[7]	+4.1	T[5]	+3.0	T[8]	+2.5	T[5]	+3.4	T[10]	+2.3	T[8]	+4.9	T[3]	+2.0	T[18]	+3.5	T[Q1]	+8.3	
1976	+0.3	T[5]	-1.1	-2.2	-2.1	-3.8	-4.4	-1.6	-5.2	-2.5	-2.4	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9						
1977	-1.0	T[7]	+0.7	+0.7	-0.2	+0.1	-2.4	+1.5	+1.8	+0.9	+0.9	+0.9	+0.9	+0.9	+0.9	+0.9						
1978	-0.7	T[9]	-0.1	-0.2	-0.7	+0.1	-1.7	+0.1	-0.5	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8						
1979	-0.8	P[3]	-0.5	P[12]	0.0	P[7]	-0.1	P[6]	+0.5	P[9]	+0.8	P[10]	-1.2	+0.9	+0.9	-2.0						
1980	-1.0	P[2]	0.0	+0.4	+0.9	+0.6	P[4]	-1.9	+0.5	P[1]	+0.5	P[1]	+1.9	+0.9	+0.9	-2.6						
1981	-1.9	T[11]	-0.1	0.0	+0.8	T[5]	-1.1	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2						
1982	+1.4	T[11]	+0.8	T[12]	+2.3	+0.5	T[1]	-2.0	+1.3	T[12]	+5.4	T[12]	+0.1	T[8]	+1.1	T[04]	+1.4					

a. Pourcentage de variation du PNB/PIB en volume par rapport à l'année précédente.

Tableau 11

## FIABILITE DES PREVISIONS DE L'OCDE EN CE QUI CONCERNE LE TAUX D'INFLATION (a)

	E.U.		Japon		Allemagne		France		R.U.		Italie		Canada		Belgique		Danemark		P.B.		Suisse.	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
1968	-1.4	T[9]	-1.7	+0.7	-0.8	+1.8	T[3]	+1.3	T[2]	-0.7												
1969	P[9]	-1.7	+0.8	-2.0	+0.2	P[6]	-1.0	P[1]	-1.9	P[3]	-1.4											
1970	T[11]	-1.4	P[6]	-2.6	P[4]	-3.4	P[5]	+0.3	-4.3	-0.7												
1971	*	*	T[12]	*	T[5]	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
1972	-0.3	T[1]	-0.6	+0.3	-0.8	T[2]	-1.3	T[4]	-1.7	-1.0												
1973	P[9]	-2.3	P[12]	-6.0	P[8]	-1.3	-1.9	P[6]	*	-5.0	-4.7											
1974	-2.2		-11.4	+0.2	P[7]	-2.7	-8.5	P[1]	-8.7	P[1]	-8.6	P[2]	-5.2	P[1]	-5.3	P[8]	-0.8	P[Q1]	+1.1			
1975	T[3]	+1.3	T[3]	6.4	T[7]	+0.5	T[5]	0.0	T[8]	-7.7	T[5]	0.9	T[10]	1.3	T[8]	-2.1	T[3]	+2.2	T[8]	-0.7	T[Q1]	+0.2
1976	+1.6	-1.0	-1.0	+0.6	+0.8	+1.4	-5.4	-0.4	-0.4	-2.0	-0.4	+4.8	-2.0	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	+1.8
1977	-0.6	-0.6	+3.8	+0.4	+0.3	-0.9	+1.3	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	+1.8	-1.2	+0.2	+0.2	+0.2	+0.2	+0.2	+0.2	+0.2	+0.2	+1.7
1978	-1.4	-1.4	+0.7	-0.2	-0.7	0.7	-1.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	+2.5	+0.5	+0.3	+0.3	+0.3	+0.3	+0.3	+0.3	+0.3	+0.3	-1.6
1979	P[3]	-1.5	+1.9	P[12]	-0.5	P[7]	-0.8	P[6]	-4.4	-3.1	P[9]	-3.3	-1.4	P[10]	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1980	+0.3	P[2]	+3.0	0.0	-0.7	-3.3	P[4]	-4.1	-2.1	P[1]	-1.8	+1.8	+1.2	P[1]	+1.2	P[1]	+0.4	P[Q1]	+0.3			
1981	+1.1	+1.1	+2.4	-0.2	0.0	T[5]	+2.9	-1.6	-1.1	-1.1	-1.1	+1.3	-2.5	+1.4	+1.4	+1.4	+1.4	+1.4	+1.4	+1.4	+1.4	-4.4
1982	T[11]	+2.0	+2.1	T[12]	-1.3	+2.1	T[11]	+1.8	-1.6	-1.6	+0.9	T[12]	-0.2	T[10]	..	T[8]	..	T[Q4]	..	..	..	..

a. Pourcentage de variation de l'indice des prix implicite du PNB/PIB par rapport à l'année précédente.

\* Aucune prévision n'a été faite.

.. Non disponible.

La conclusion qui en découle est que, si les autorités monétaires conviennent de soutenir l'activité de manière délibérée au cours d'une phase de reprise, elles doivent le faire avec prudence. Dans le passé, ce genre de soutien s'est révélé généralement trop important et a été maintenu trop longtemps alors que le risque d'une accélération de l'inflation a été le plus souvent sous-estimé. La qualité des indicateurs concernant la marge de ressources inutilisées et la fiabilité des prévisions ayant trait à l'incidence inflationniste de mesures de relance ne sont pas telles qu'on puisse s'en remettre à la capacité des responsables de la politique économique de freiner l'activité au bon moment. Si l'on veut éviter les erreurs du passé et assurer une reprise durable de l'activité sans relance de l'inflation, il serait sage de ne pas faire preuve de trop d'optimisme quant à l'importance de la marge de manoeuvre à court terme dont disposent les autorités.

## V. RESUME ET CONCLUSIONS

La reprise économique actuellement amorcée dans un certain nombre de pays, laquelle progresse à un rythme particulièrement rapide aux Etats-Unis, est la quatrième phase d'expansion de l'activité enregistrée dans la zone de l'OCDE depuis la fin des années 60. Au cours des trois cycles économiques précédents, les résultats obtenus se sont, d'une manière générale, détériorés par rapport au bilan globalement satisfaisant des années antérieures dans les domaines de la croissance, de l'inflation et de l'emploi. La hausse des prix a eu tendance à s'accélérer au plus haut de la conjoncture, parfois à un rythme préoccupant, de sorte que, pendant la seconde moitié des années 70, on a cherché en priorité à faire reculer l'inflation. De nombreux pays se sont efforcés d'atteindre cet objectif par une politique de réduction progressive de la croissance de la masse monétaire. Il en est résulté, presque partout, une baisse sensible du taux d'inflation.

Cette politique s'est avérée coûteuse en termes de production et d'emploi ; la rigidité des salaires et des prix a sans aucun doute joué un rôle important à cet égard. Avec le recul de l'inflation, les conditions monétaires se sont assouplies dans un certain nombre de pays. Dans la période récente, les autorités ont stabilisé ou relevé les taux de croissance des agrégats monétaires afin de soutenir l'activité économique. La situation créée par l'endettement international a aussi contribué au changement d'orientation de la politique suivie par certaines banques centrales. L'un des problèmes les plus importants qui se posent aux responsables de la politique monétaire dans la conjoncture actuelle est de savoir comment éviter les erreurs d'appréciation commises lors des périodes de reprise antérieures -- durant lesquelles les autorités ont tendu à soutenir l'activité trop vigoureusement et/ou trop longtemps -- de manière à ce que la reprise en cours progresse durablement. Pour ce faire, l'opinion prévaut qu'il convient de consolider les progrès accomplis, ces dernières années, dans la lutte contre l'inflation et maintenir une politique restrictive là où les résultats en la matière demeurent insuffisants.

Dans ces conditions, le rôle de la politique monétaire serait d'assurer un taux de croissance à moyen terme de la demande nominale permettant à la fois de retrouver un niveau élevé d'utilisation des capacités de production et d'atteindre les objectifs fixés en matière d'inflation. Il va sans dire qu'une action de ce genre se heurte à bien des difficultés. Les autorités monétaires ne sont pas en mesure de contrôler directement le produit nominal dont le lien

avec les agrégats monétaires n'est pas étroit dans le court terme. Dans un certain nombre de pays, diverses innovations financières sont venues compliquer l'interprétation des agrégats monétaires, rendant ainsi encore plus incertaine la relation entre masse monétaire et revenu national en valeur. Face à ces difficultés, les principales banques centrales ont tendu, ces dernières années, à s'en remettre davantage à leur faculté de jugement et, simultanément, à se montrer moins rigides qu'auparavant dans la poursuite des objectifs monétaires initialement annoncés. Si l'expérience récente montre que les anticipations inflationnistes ne sont pas très sensibles à l'évolution des agrégats monétaires dans le court terme, il n'en va pas de même à plus long terme, ce qui limite la marge de manoeuvre des banques centrales.

Si, en dépit de ces difficultés, on parvenait à assurer une croissance adéquate de la demande nominale, cela contribuerait au rétablissement d'une situation économique stable, facilitant un retour progressif à la prospérité qui caractérisait la majeure partie des années 50 et 60. Même dans ce cas, cependant, la politique monétaire ne pourrait à elle seule résoudre tous les problèmes qui se posent actuellement aux pays de l'OCDE et ne saurait garantir une reprise durable de l'activité. Il appartient aux pouvoirs publics de prendre les mesures nécessaires pour réduire à moyen terme les déficits budgétaires structurels et limiter les tensions qui en résultent sur les marchés des capitaux nationaux et internationaux. Des mesures sont également indispensables du côté de l'offre pour accroître la souplesse de l'économie et la rentabilité des entreprises, là notamment où les rigidités se sont renforcées au cours des années 70. Enfin, le secteur privé doit jouer son rôle, d'une part en effectuant les investissements nécessaires pour permettre une progression de la productivité et assurer l'offre de nouveaux emplois en nombre suffisant, et d'autre part en faisant preuve de modération dans la détermination des salaires et des prix. Sur ce dernier point, la contribution du secteur privé n'est pas assurée, car les agents qui le composent, pris individuellement, n'ont pas toujours un intérêt évident à se comporter de la manière qui serait souhaitable du point de vue macro-économique. Quoi qu'il en soit, en l'absence d'une modération des prix et des salaires, le partage de la croissance du revenu nominal entre prix et production risque d'évoluer dans un sens défavorable au cours de la reprise.

## NOTES

1. Pour une analyse plus complète de cet aspect, voir Larsen, Llewellyn et Potter (1983).
2. Voir OCDE (1983), pp.54-55.
3. Voir OCDE (1983), pp.46-51.
4. Les raisons qui ont amené les banques centrales à adopter des objectifs monétaires sont exposées de manière plus détaillée dans OCDE (1979).
5. Voir Chouraqui et Price (1984), Tableau 2.
6. On trouvera dans OCDE (1983), pp.28-29, une analyse de l'évolution observée à cet égard aux Etats-Unis, laquelle examine notamment dans quelle mesure la diminution de la vitesse de circulation de la monnaie peut être expliquée à l'aide des fonctions classiques de demande de monnaie.
7. Voir Boughton (1979). Cette étude comporte une bibliographie détaillée des travaux effectués dans les pays de l'OCDE avant 1979.
8. Voir Blundell-Wignall, Rondoni et Ziegelschmidt (1984).
9. La méthodologie utilisée est exposée de manière détaillée dans l'Annexe II.
10. Plus précisément, on a utilisé le test de Chow pour voir s'il y avait eu rupture à partir du 4ème trimestre de 1979.
11.  $Y = MV$ , Y étant le revenu national en valeur, M la masse monétaire et V la vitesse de circulation de la monnaie.
12. Dans ces pays, la relation entre la masse monétaire et la demande intérieure totale ne fait apparaître que rarement des résultats très différents.
13. Pour une analyse plus détaillée sur ce sujet, voir "Banque des Règlements Internationaux", (1984).
14. On trouvera des indications plus détaillées dans Freedman (1983).
15. Pour plus de détails, voir Suzuki (1986).
16. "Fonds communs de placement", "SICAV à court terme" et "CODEVI".
17. Voir OCDE (1984) pour une analyse plus complète des raisons pouvant conduire à contrôler le taux de change et de l'expérience de certains pays de l'OCDE dans ce domaine.
18. Voir par exemple Tobin (1983).

19. On trouvera des exposés plus détaillés sur l'attitude actuelle des autorités monétaires de ces pays dans Axilrod (1982), Fforde (1983), Coleby (1983) et Bouey (1982)
20. Voir par exemple Tobin (1980, 1983).
21. Voir par exemple Fellner (1982).
22. Ceci peut être une difficulté notamment dans les pays où la maîtrise de l'expansion monétaire s'opère par l'action exercée sur les contreparties de la masse monétaire au sens large. Voir à ce sujet OCDE (1982), partie II.
23. Les prévisions de l'OCDE datées de décembre 1983 chiffraient le déficit du budget fédéral pour 1984 à 190 milliards de dollars, soit 5,3 % du PNB. L'OCDE prévoyait en outre que le déficit de la balance des paiements courants serait légèrement supérieur à 80 milliards de dollars, soit 2,2 % du PNB.
24. Il convient de souligner que cette argumentation se place dans l'hypothèse où seul le dollar subit une pression à la hausse, de sorte que, lorsqu'il monte, le taux de change effectif des autres monnaies n'en est que légèrement modifié. Quand un pays suit une politique de nature à laisser sa monnaie se déprécier fortement non seulement vis-à-vis du dollar, mais par rapport à l'ensemble des autres devises, les craintes de répercussions inflationnistes risquent de se révéler justifiées.
25. C'est ce que propose notamment McKinnon (1982)
26. C'est ainsi qu'une croissance monétaire supplémentaire de 5 pour cent au cours de la première année d'une phase de reprise n'augmenterait le rythme tendanciel d'expansion monétaire que de 1 pour cent sur une période de cinq ans.
27. On trouvera une analyse détaillée de cet aspect dans Coe et Holtham (1983).



## ANNEXE I

### GRAPHIQUES

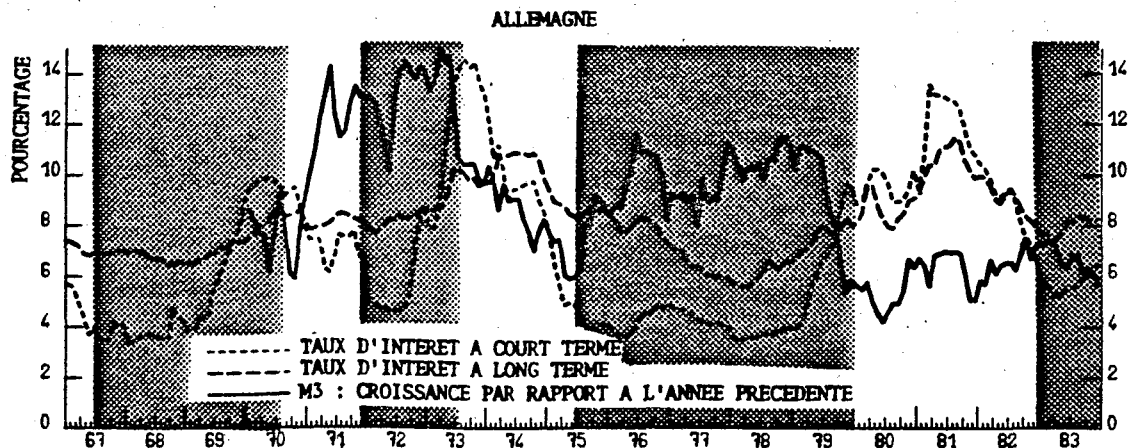
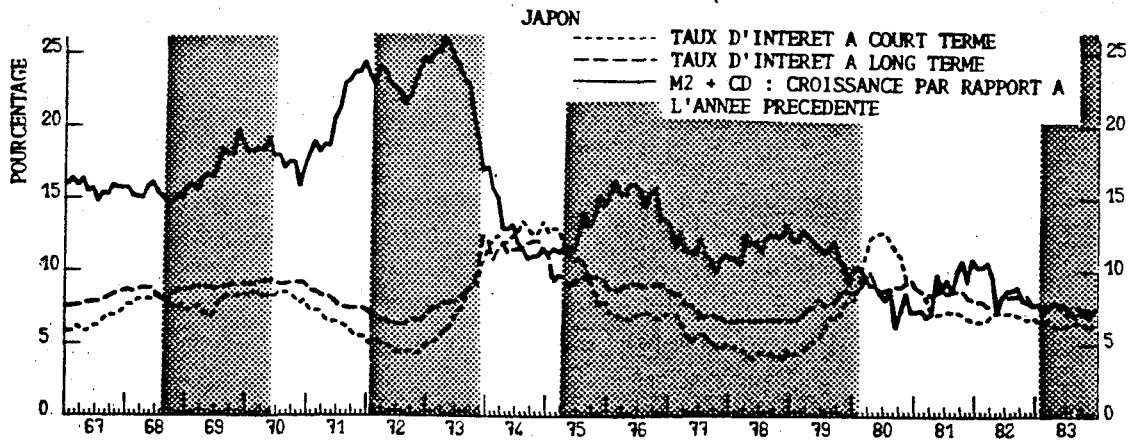
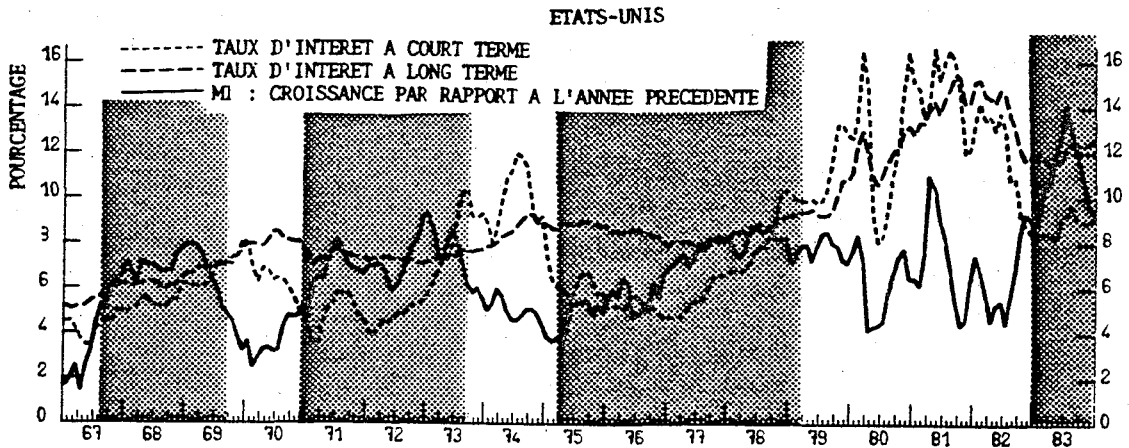
- A. Evolution cyclique des indicateurs monétaires
- B. Evolution cyclique des taux d'intérêt réels
- C. Evolution cyclique de la production en volume et de l'inflation

NOTE CONCERNANT LES GRAPHIQUES

Les zones ombrées figurant dans les graphiques correspondent aux périodes comprises entre les creux et les sommets des cycles économiques ; elles représentent donc les phases de reprise et l'expansion qui a suivi. Les points de retournement de la conjoncture sont basés sur l'évolution de la production industrielle et ont été indentifiés par le Secrétariat de l'OCDE à l'aide de la méthode dite "phase average trend" qui sépare les fluctuations cycliques de la tendance à long terme. Les cycles considérés pour chacun des pays correspondent aux quatre dernières grandes phases conjoncturelles identifiables dans l'ensemble de la zone de l'OCDE et représentent généralement les mouvements de l'activité les plus importants enregistrés, dans ces pays. Les exceptions à cet égard concernent le Japon, la France et l'Italie, où le cycle commençant en 1967-68 apparaît relativement mineur. Dans le cas du Danemark, les points de retournement conjoncturels ne sont pas disponibles avant 1970.

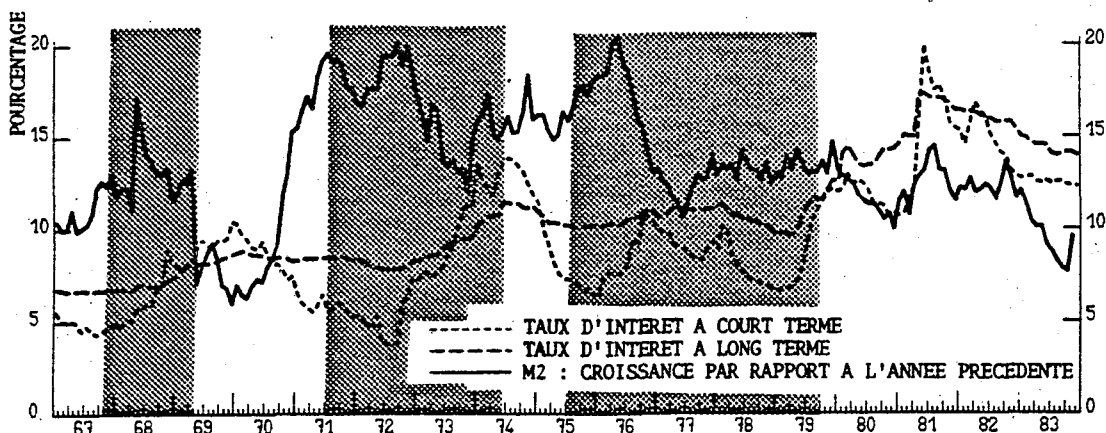
GRAPHIQUE A

EVOLUTION CYCLIQUE DES INDICATEURS MONETAIRES

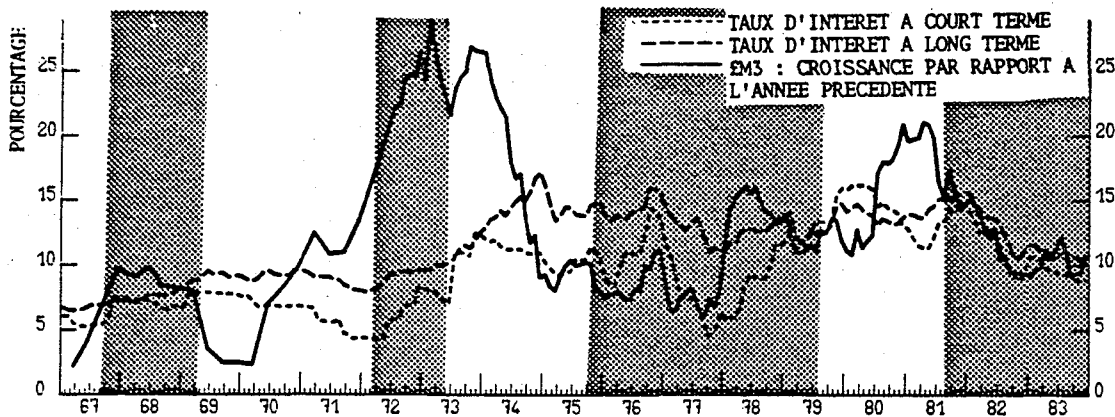


GRAPHIQUE A (suite)

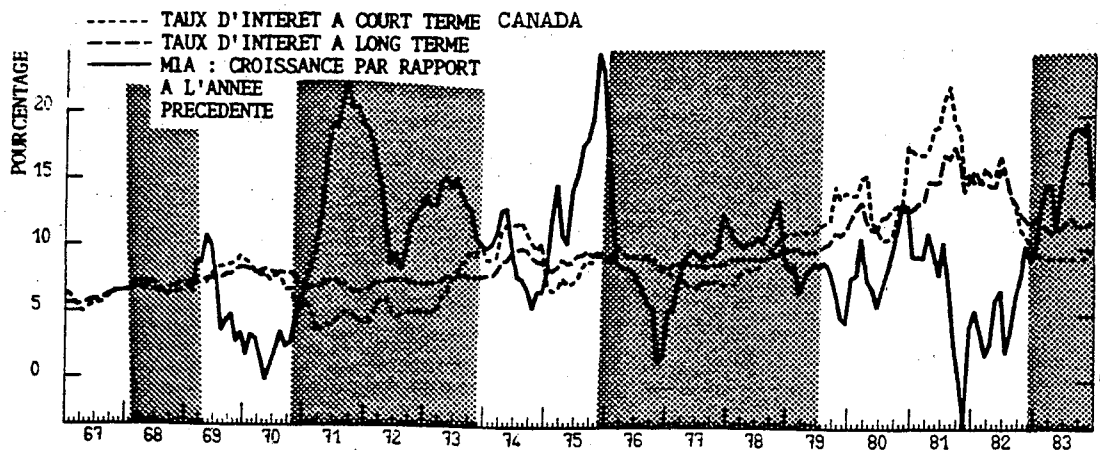
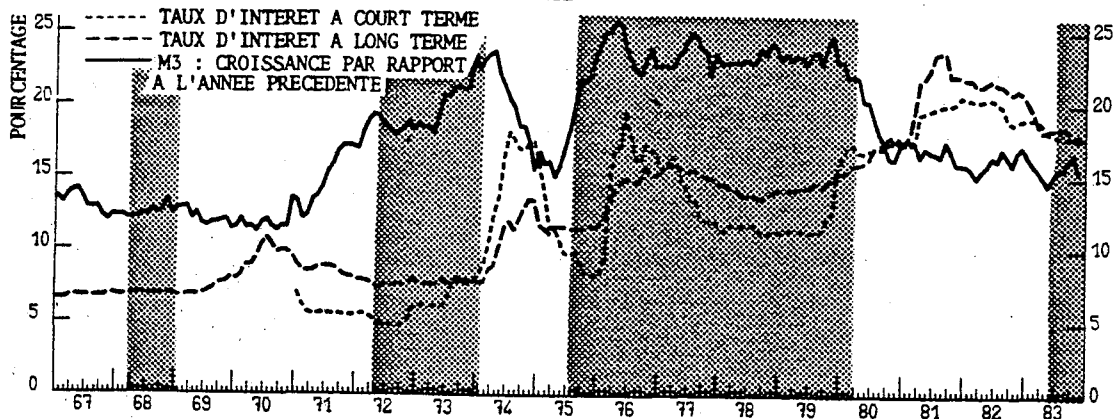
FRANCE



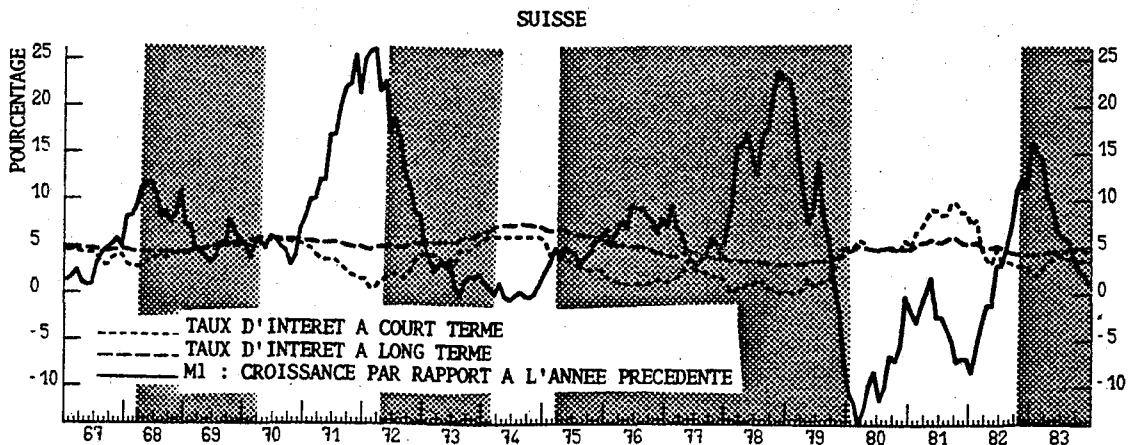
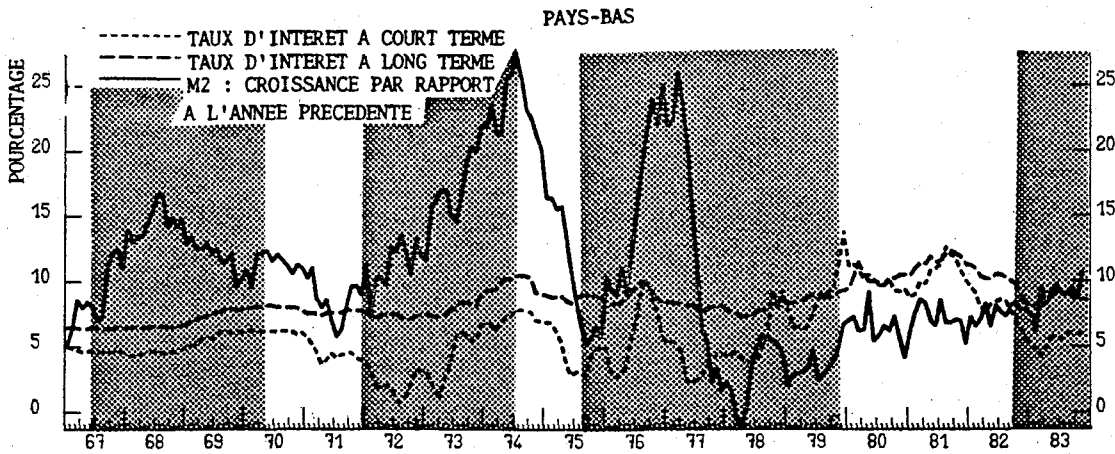
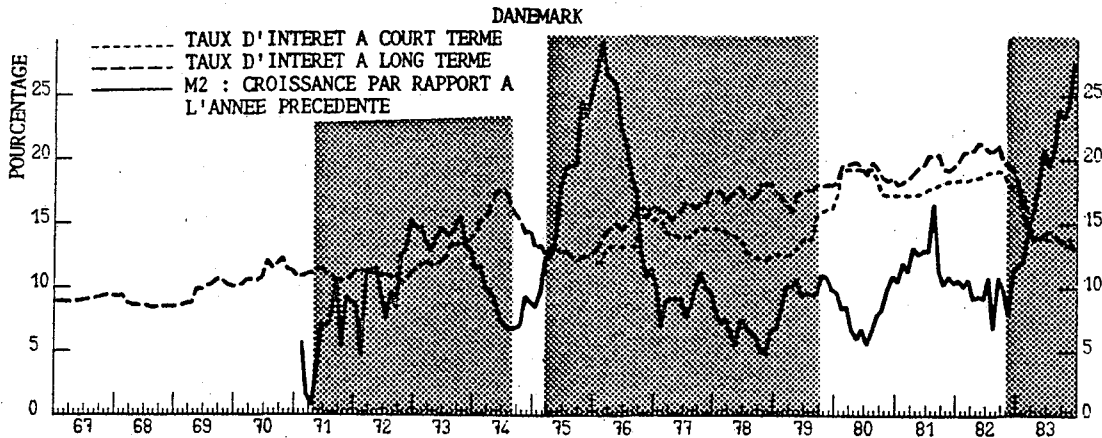
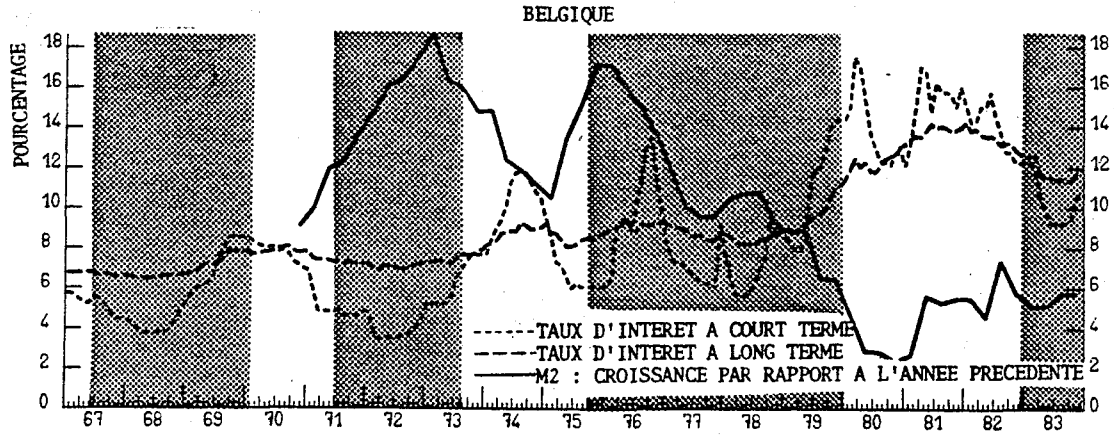
ROYAUME-UNI



ITALIE



GRAPHIQUE A (suite)

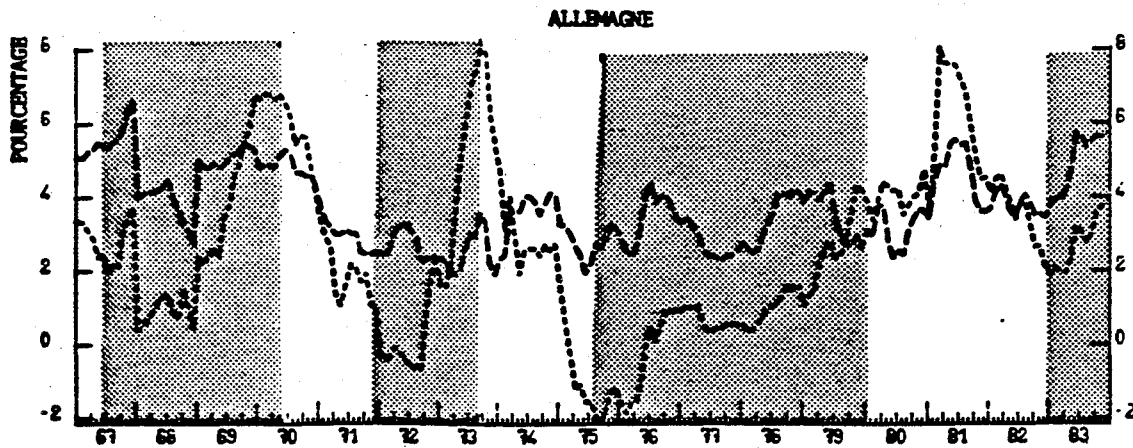
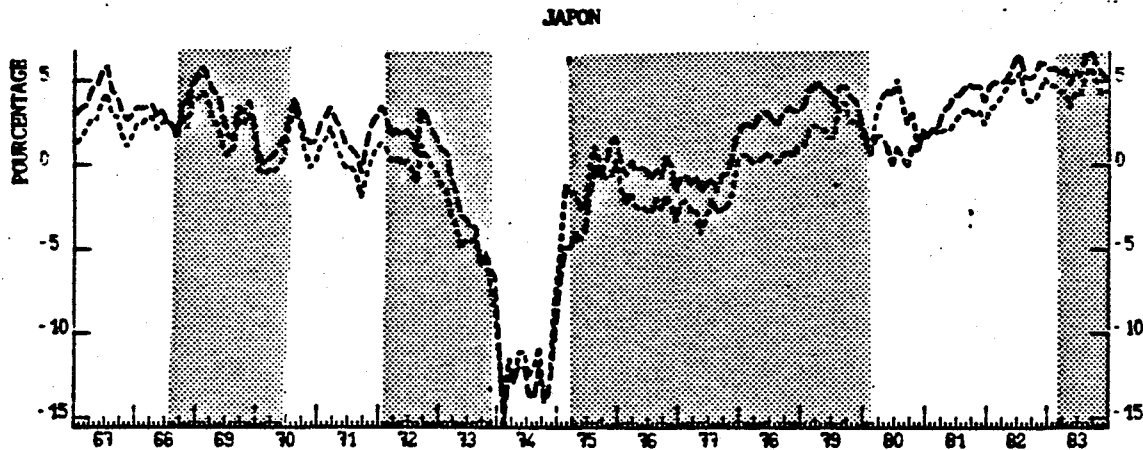
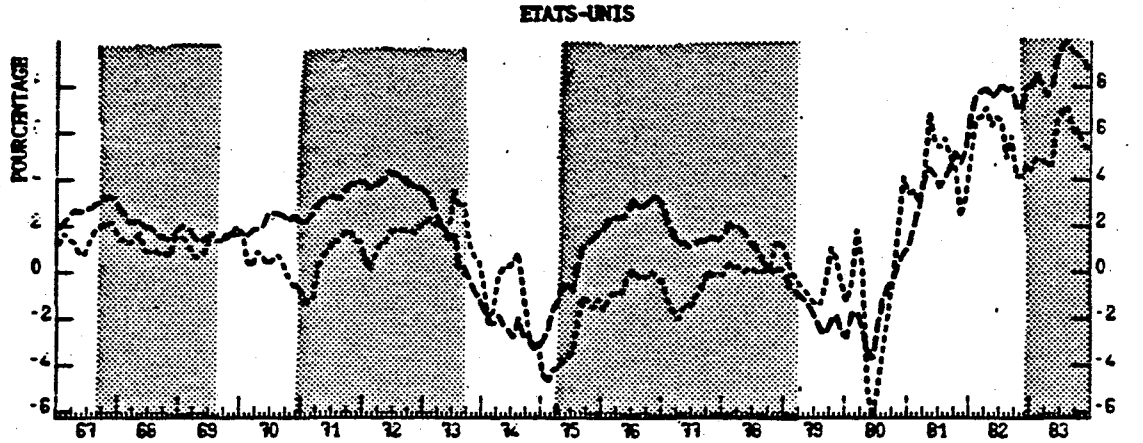


## GRAPHIQUE B

### EVOLUTION CYCLIQUE DES TAUX D'INTERET REELS

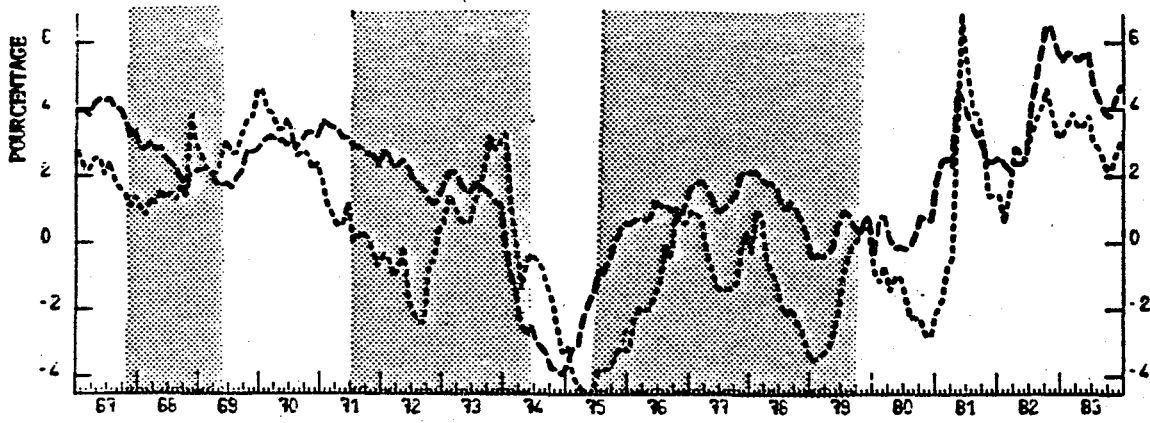
[Les taux d'intérêt réels correspondent aux taux d'intérêt nominaux indiqués au graphique A, diminués de la hausse des prix à la consommation par rapport à l'année précédente.]

----- TAUX A COURT TERME  
----- TAUX A LONG TERME

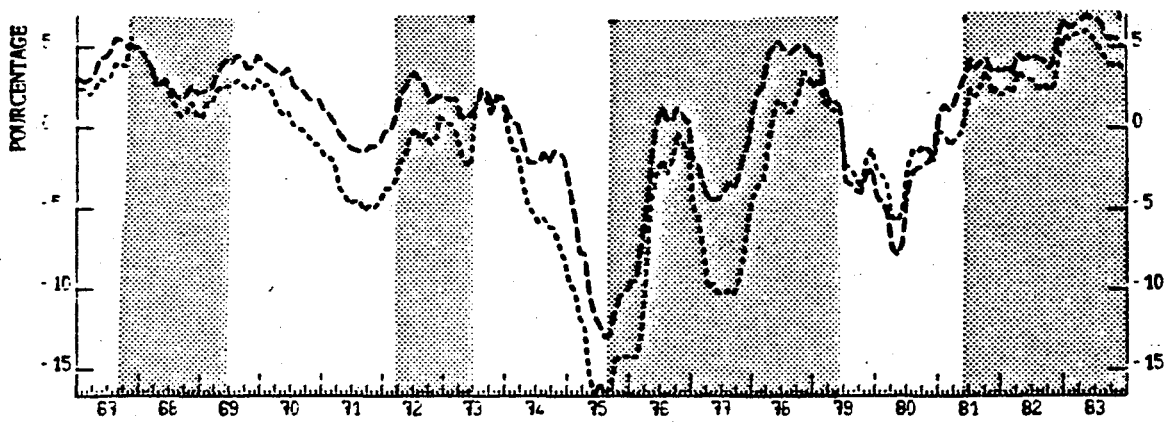


GRAPHIQUE B (suite)

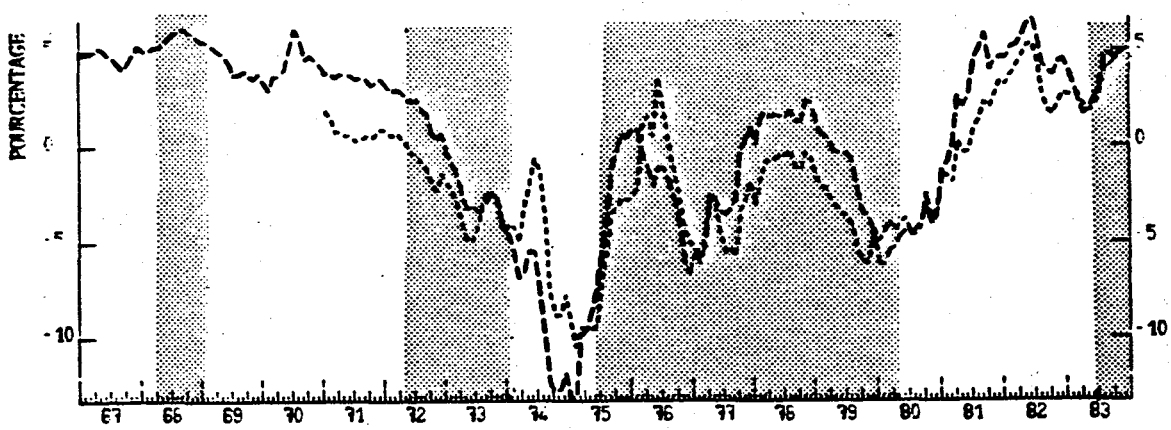
FRANCE



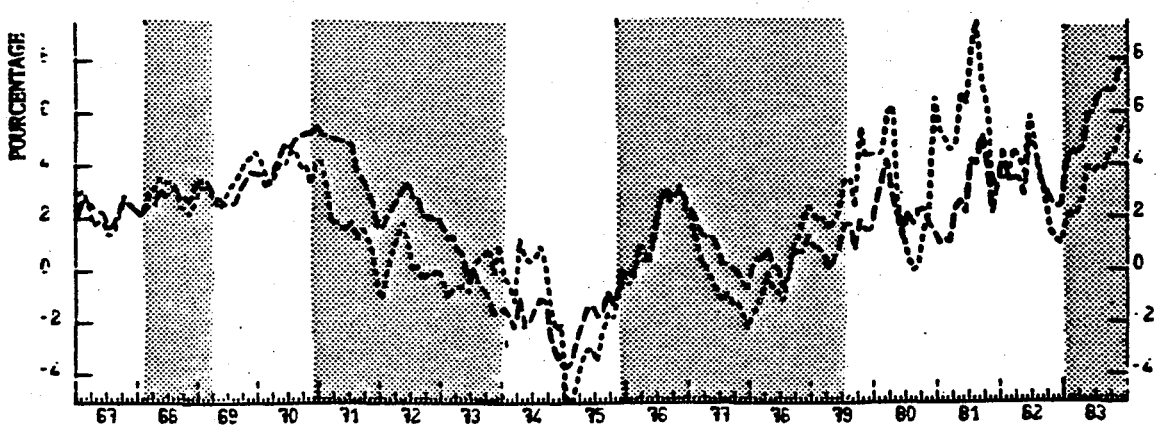
ROYAUME-UNI



ITALIE



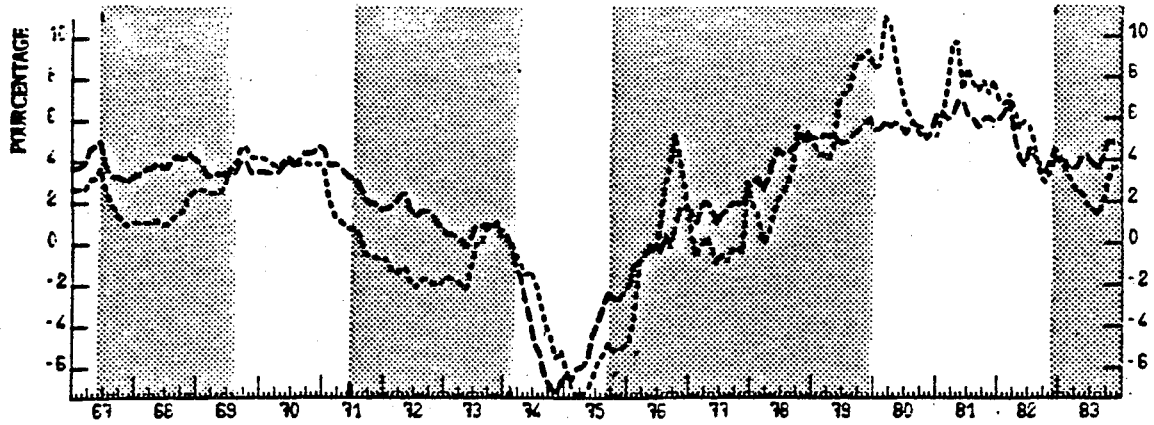
CANADA



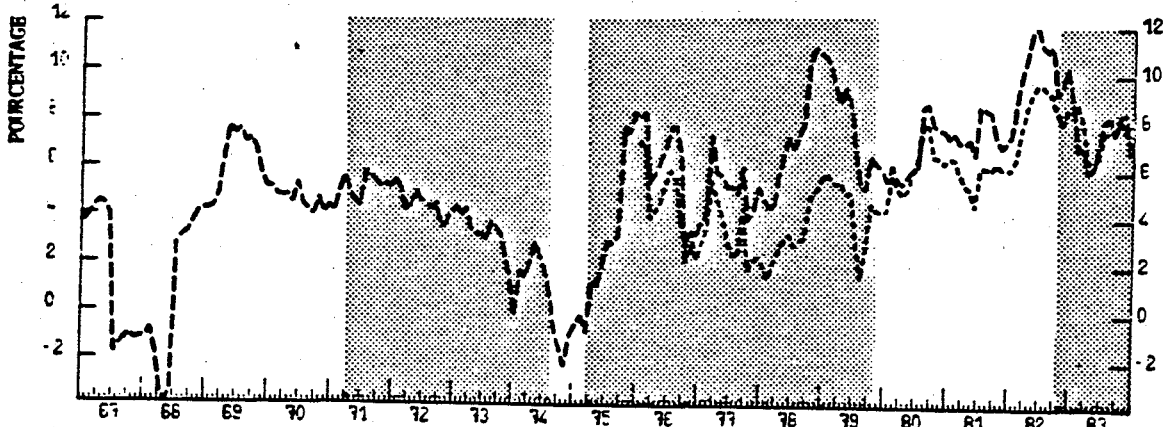


GRAPHIQUE B (suite)

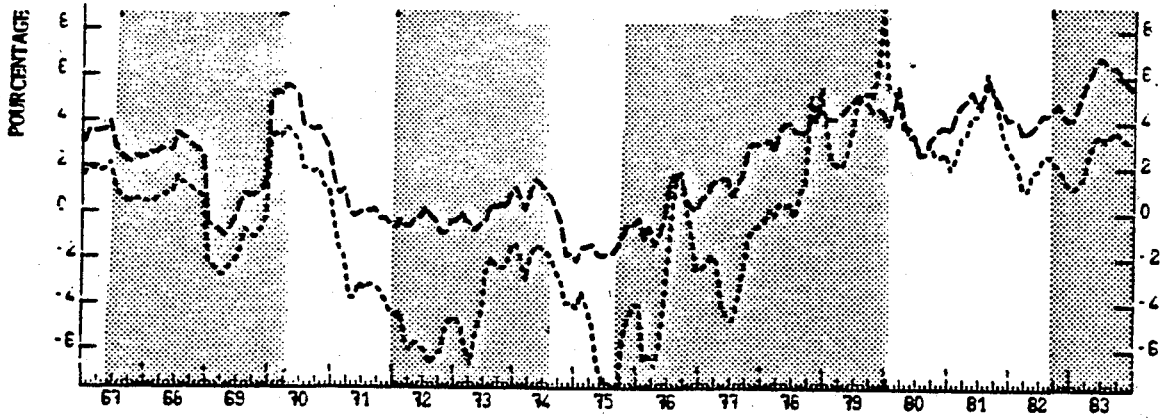
BELGIQUE



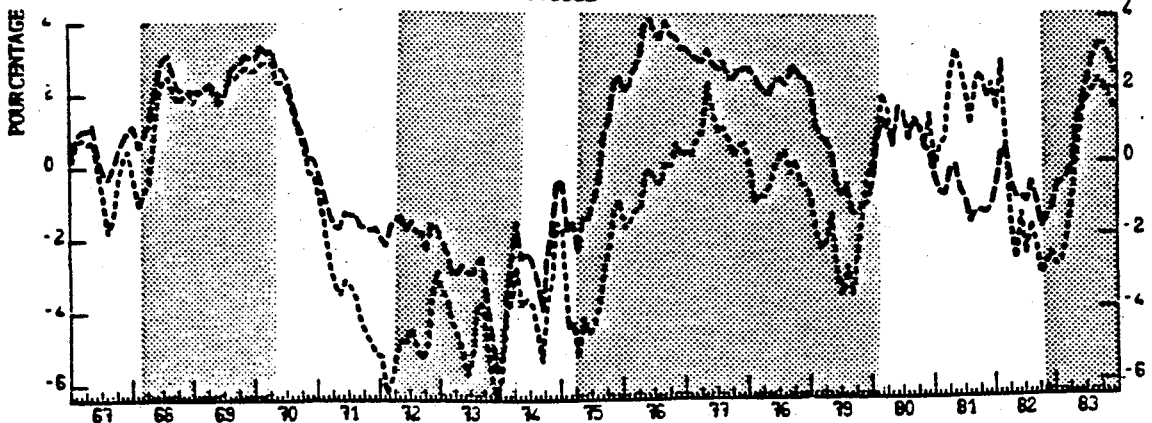
DANEMARK



PAYS-BAS



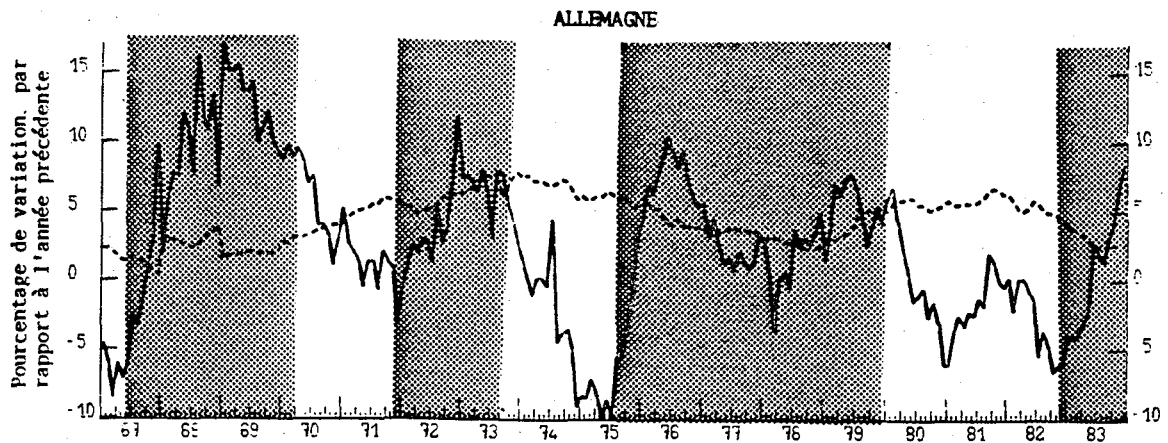
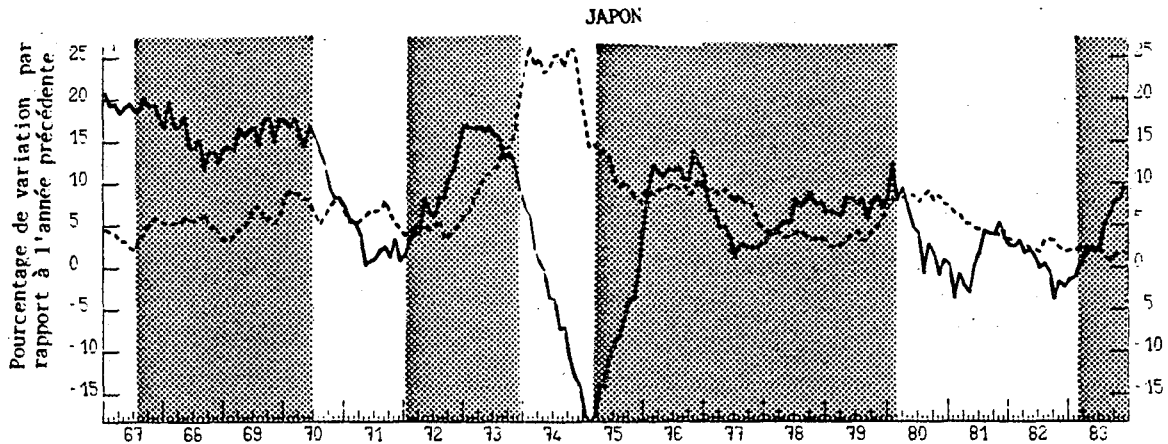
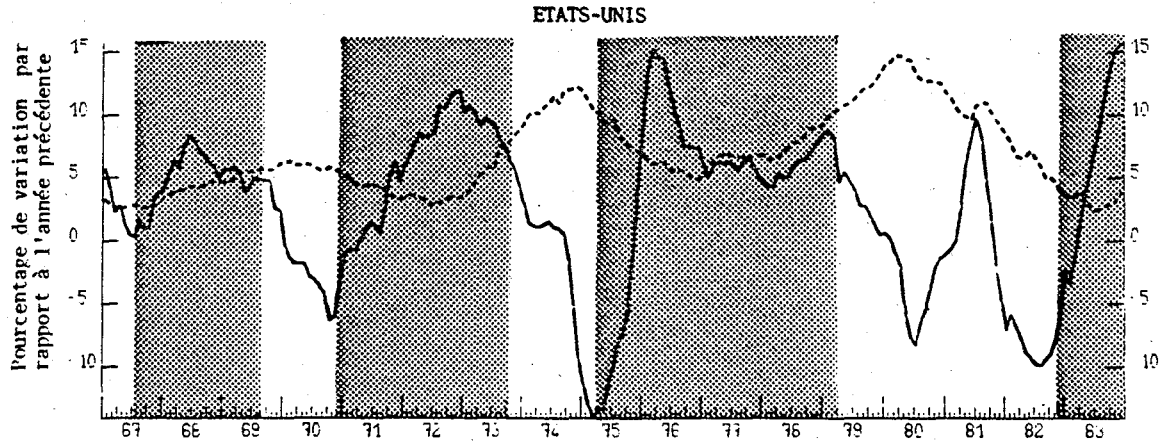
SUISSE



# GRAPHIQUE C

## EVOLUTION CYCLIQUE DE LA PRODUCTION EN VOLUME ET DE L'INFLATION

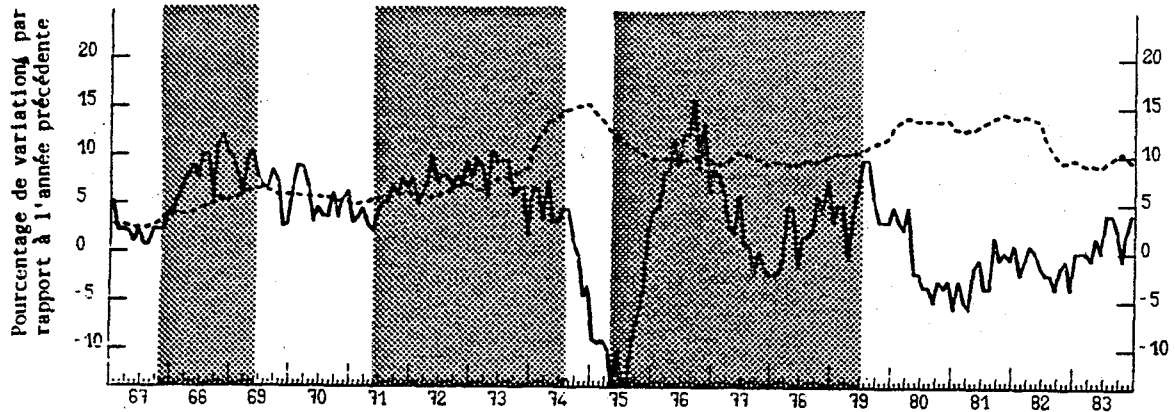
— PRODUCTION INDUSTRIELLE  
- - - PRIX A LA CONSOMMATION





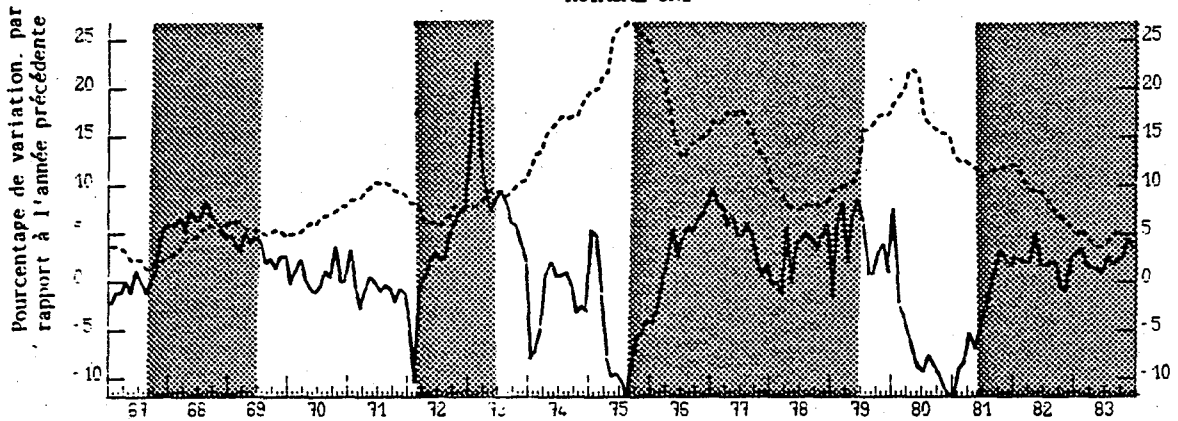
GRAPHIQUE C (suite)

FRANCE\*

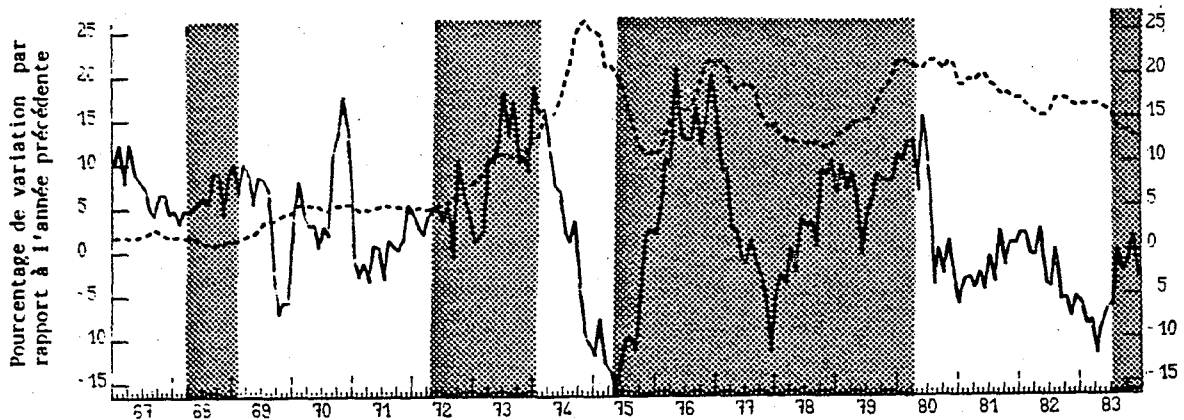


\*Production industrielle corrigée pour la forte chute intervenue en mai 1968.

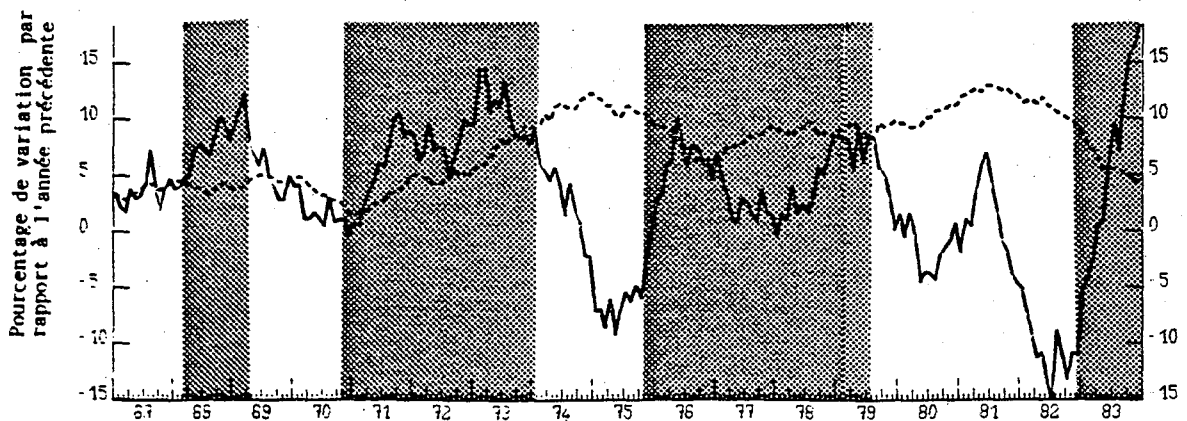
ROYAUME-UNI



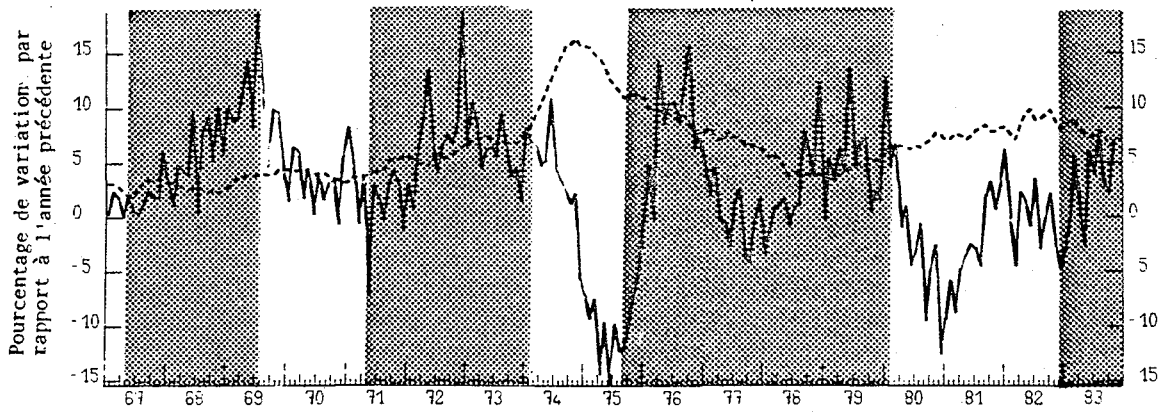
ITALIE



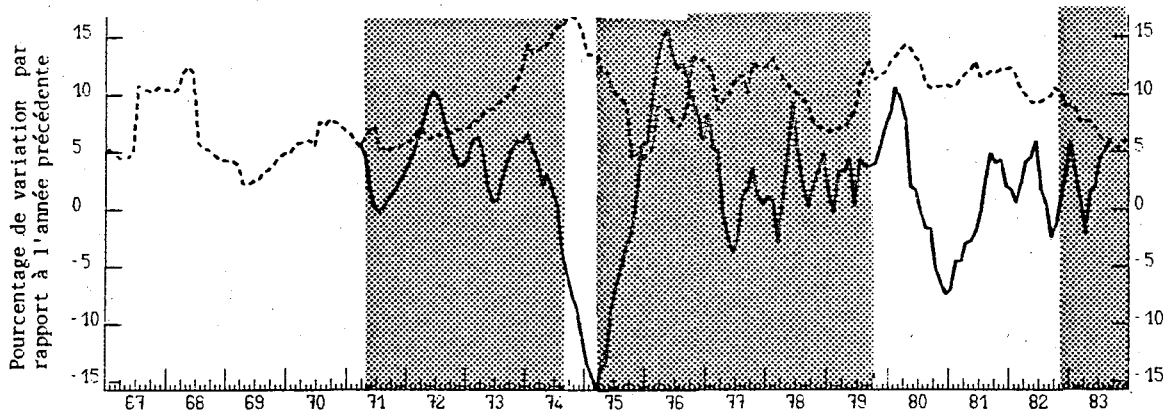
CANADA



## BELGIQUE

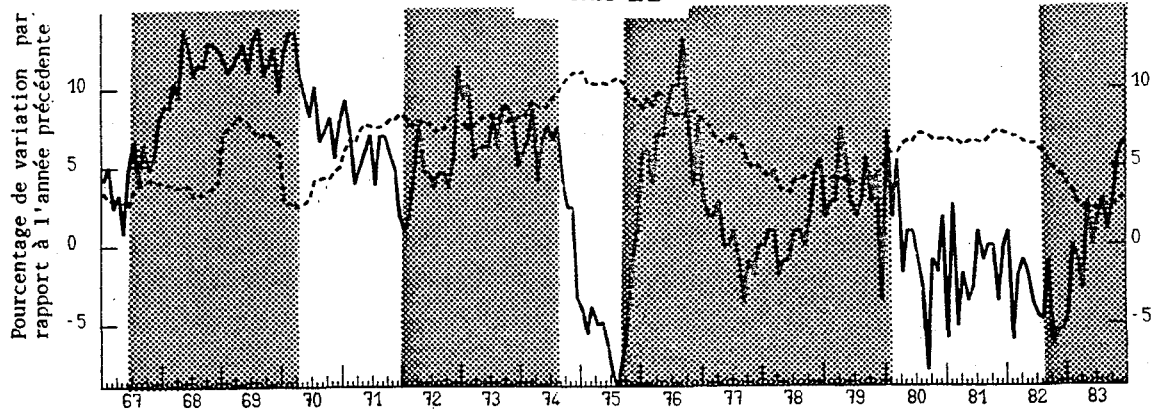


## DANEMARK\*

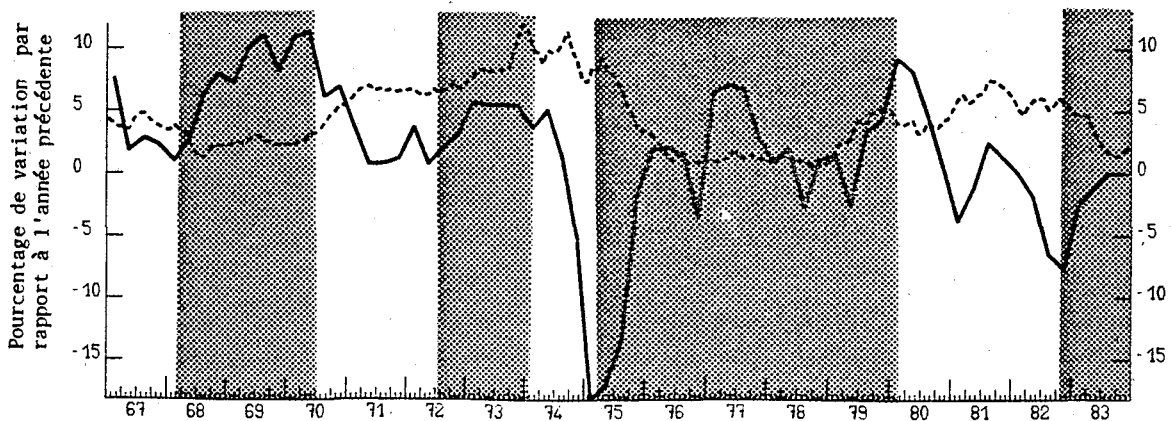


\*La production est représentée par les ventes de produits manufacturés.

## PAYS-BAS



## SUISSE



## TAUX D'INTERET FIGURANT DANS LES GRAPHIQUES

### Taux à long terme

Etats-Unis	- Obligations des sociétés cotées AAA
Japon	- Obligations des Télégraphes et Téléphones
Allemagne	- Encours total des obligations
France	- Obligations du secteur public et semi public
Royaume-Uni	- Obligations publiques à 20 ans
Italie	- Obligations du secteur privé
Canada	- Obligations publiques à long terme
Belgique	- Obligations publiques à long terme
Danemark	- Obligations à long terme
Pays-Bas	- Obligations publiques à long terme
Suisse	- Obligations de la confédération

### Taux à court terme

Etats-Unis	- Effets commerciaux de première catégorie à 90-119 jours
Japon	- Argent au jour le jour
Allemagne	- Concours à 3 mois sur le marché monétaire
France	- Argent au jour le jour
Royaume-Uni	- Bons du Trésor à 3 mois
Italie	- Dépôts interbancaires
Canada	- Effets privés de première catégorie à 90 jours
Belgique	- Prêts bancaires à court terme aux entreprises
Pays-Bas	- Bons du Trésor à 3 mois
Suisse	- Dépôts à 3 mois auprès des banques

## ANNEXE II

### METHODE UTILISEE POUR OBTENIR LES ESTIMATIONS PRESENTEES

#### DANS LES TABLEAUX 3 ET 4

Pour estimer les paramètres de la fonction de demande de monnaie présentée dans le tableau 3, on a supposé que les encaisses désirées étaient déterminées par une équation de la forme suivante\* :

$$\ln\left(\frac{\hat{M}}{p}\right) = \ln m_0 + \beta_1 \ln y + \beta_2 \ln(1+r) + \beta_3 \dot{p}^e \quad (1)$$

où  $\left(\frac{\hat{M}}{p}\right)$  = encaisses désirées en termes réels ;

y = PIB réel ;

r = taux d'intérêt à court terme ;

$\dot{p}^e$  = inflation anticipée ;

$m_0$  = constante ;

et  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  et  $\beta_3$  sont des paramètres.

Deux méthodes ont été utilisées pour déterminer l'inflation anticipée : la première suppose que, pour les agents économiques, l'inflation a un comportement aléatoire de sorte que la meilleure prévision qu'ils puissent faire est de retenir le taux d'inflation de la période en cours. On obtient alors la spécification suivante :

$$\dot{p}^e = 4d \ln p$$

La deuxième méthode part de l'hypothèse que les anticipations inflationnistes correspondent à des prévisions découlant d'un modèle ARIMA.

On a supposé qu'il y avait ajustement partiel (de Koyck), de sorte qu'on a obtenu la formulation suivante qui a été estimée sur des données trimestrielles par la méthode des moindres carrés ordinaires :

---

\* Pour plus de détails, voir Blundell-Wignall, Rondoni et Ziegelschmidt (1984).

$$\ln\left(\frac{M}{p}\right) = a_0 + a_1 \ln y + a_2 \ln(1+r) + a_3 p^e + a_4 \ln\left(\frac{M}{p}\right)_{-1} \quad (2)$$

où  $\frac{-a_0}{a_4} = \ln m_0$  ;  $\frac{-a_1}{a_4} = \beta_1$  ;  $\frac{-a_2}{a_4} = \beta_2$  ; et  $\frac{-a_3}{a_4} = \beta_3$

Dans le tableau 3,  $\beta_1$  correspond à l'élasticité par rapport au revenu. Les élasticités par rapport au taux d'intérêt qui y sont indiquées sont évaluées à la moyenne, c'est-à-dire qu'elles sont égales à  $\beta_2 r$ , où r est le taux d'intérêt moyen pour la période de référence.  $\beta_3$  correspond à l'élasticité partielle par rapport au taux d'inflation attendu et

$$\frac{-(1+a_4)}{a_4} \text{ au décalage moyen.}$$

Pour tester la stabilité des paramètres, on a utilisé un test de Chow en modifiant la période de référence du quatrième trimestre 1979 pour la faire correspondre avec la mise en oeuvre des nouvelles modalités d'action de la politique monétaire introduites, à cette époque, par la Réserve fédérale des Etats-Unis. La valeur du "F" ainsi obtenu est indiquée au tableau 3.

Pour estimer les élasticités du revenu nominal par rapport à la masse monétaire, indiquées au tableau 4, on a pris comme point de départ l'équation quantitative suivante :

$$\ln(py) = \ln v + \ln M \quad (3)$$

où  $py = \text{PIB nominal}$  ;

et  $v = \text{vitesse de circulation de la monnaie.}$

Si l'on réarrange les termes de l'équation (1) de la façon suivante :

$$\ln(py) = -\ln m_0 + (1-\beta_1)\ln y - \beta_2 \ln(1+r) - \beta_3 p^e + \ln M$$

on retrouve l'équation (3) avec v exprimé en fonction de y, r et  $p^e$ . En conséquence, toute estimation fondée sur l'équation (3) souffre d'un problème de sous-détermination.

Les résultats présentés au tableau 4, qui sont fondés sur l'équation quantitative de base, ont été obtenus à partir de la formulation suivante :

$$\ln(py) = a_0 + \sum_{i=0}^2 b_i \ln M_{-i} + \sum_{i=1}^2 c_i \ln(py)_{-i} \quad (4)$$

Les élasticités à long terme ont été estimées suivant la formule :

$$\frac{\sum_{i=0}^2 b_i}{1 - \sum_{i=1}^2 c_i}$$

La valeur des paramètres estimés à partir de l'équation (4) reflète la tendance à l'accroissement séculaire, depuis la guerre, du revenu national en valeur aussi bien que des agrégats monétaires. Il se peut donc que la corrélation ne soit qu'apparente et reflète une tendance commune des variables. Pour le savoir, on a estimé les équations suivantes :

$$\ln(py) = a + b_0 \ln M + ct ; \quad (5)$$

$$\ln(py) = a + b_0 \ln M + b_1 \ln M_{-1} + ct ; \quad (6)$$

$$\ln(py) = a + b_0 \ln M + b_1 \ln M_{-1} + b_2 \ln M_{-2} + ct \quad (7)$$

L'élasticité à long terme a été calculée à partir de l'équation (5) sauf (ce qui est arrivé dans à peu près la moitié des cas) lorsque le test du rapport des vraisemblances a montré que les résultats obtenus étaient plus adéquats avec l'équation (6) ou l'équation (7). On a donc éliminé des variables la tendance linéaire mais non les tendances stochastiques. Les élasticités à long terme ainsi obtenues sont indiquées à la ligne intitulée "Equation quantitative après élimination de la tendance" du tableau 4.

Ces deux ensembles d'estimations ont été effectués sur des données annuelles. La masse monétaire a été supposée, par définition, égale à la moyenne annuelle des données mensuelles (ou trimestrielles lorsqu'on ne disposait pas de données mensuelles) concernant les agrégats mentionnés dans le tableau 4. La date de début des périodes de référence a été déterminée en fonction des données disponibles et la date de fin de période a été fixée à 1981. Les équations représentatives de M2 pour le Canada et la Suisse, et de M1 et M2 pour la Belgique et le Danemark ont été établies sur des périodes de référence très courtes.

Une deuxième méthode a été utilisée pour régler le problème de la corrélation apparente des variables : les données ont été mises sous forme de différences premières en faisant abstraction des tout autre élément dynamique. On a ainsi obtenu la spécification suivante :

$$d \ln(py) = a + b d \ln M \quad (8)$$

La période sur laquelle les variations ont été calculées a été portée de 1 à 8 ans de façon à faire mieux apparaître toute relation éventuelle entre les variables considérées. Pour avoir le nombre de degrés de liberté voulus, on a superposé des observations trimestrielles, cette procédure n'étant appliquée qu'aux 7 grands pays. Il s'agit, pour l'essentiel, d'une méthode fondée sur des moyennes mobiles, qui comporte le risque de sérieux problèmes de corrélation sérielle des résidus. Dans ce cas, on ne peut pas appliquer les tests sur t mais l'estimation des paramètres n'est pas biaisée. La encore, la date de début des périodes de référence a été déterminée en fonction des données disponibles et la date de fin de période a été fixée au second trimestre de 1983. Les résultats fournis au tableau 4 ont été, sauf indication contraire, obtenus sur la base des variations observées sur une période de cinq ans.

Le détail des calculs peut être obtenu, sur demande, auprès du Secrétariat de l'OCDE.

## REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Axilrod, S.M., (1982), "Monetary Policy, Money Supply and the Federal Reserve's Operating Procedures", Federal Reserve Bulletin, janvier.
- Banque des Réglements Internationaux, (1984), Financial Innovation and Monetary Policy, Bâle.
- Blundell-Wignall, A., M. Rondoni, et H. Ziegelschmidt, (1984), La demande de monnaie et la vitesse de circulation de la monnaie dans les grands pays de l'OCDE, Département des Affaires Economiques et Statistiques de l'OCDE, Document du Travail No.13 février.
- Bouey, G.K., (1982), "Monetary Policy -- Finding a Place to Stand", Per Jacobsson Lecture.
- Boughton, J.M., (1979), "La demande de monnaie dans les principaux pays de l'OCDE", Perspectives Economiques de l'OCDE, Etudes Speciales.
- Chouraqui, J.C. et R.W.R. Price, (1984) "Stratégie financière à moyen terme: la coordination des politiques monétaire et budgétaire", Revue Economique de l'OCDE, No.2, printemps.
- Coe, D. et G. Holtham, (1983), "Souplesse de la production et inflation", Revue Economique de l'OCDE, No.1, automne.
- Coleby, A.L., (1983), "The Bank's Operational Procedures for Meeting Monetary Objectives", Bank of England Quarterly Bulletin, juin.
- Fellner, W., (1982), "Economic Theory Amidst Political Currents: The Spreading Interest in Monetarism and in the Theory of Market Expectations", Weltwirtschaftliches Archiv.
- Fforde, J.S., (1983), "Setting Monetary Objectives", Bank of England Quarterly Bulletin, juin.
- Freedman, C, (1983), "Financial Innovation in Canada: Causes and Consequences". American Economic Review, Vol.73, mai.
- Larsen, F., G.E.J. Llewellyn, and S.J. Potter, (1983), "Liaisons économiques internationales" Revue Economique de l'OCDE, No.1, automne.
- McKinnon, R., (1982), "Currency Substitution and Instability in the World Dollar Market", American Economic Review, Vol.72, No.3 (juin).
- OCDE (1979), Objectifs monétaires et lutte contre l'inflation, Serie "Etudes Monétaires", Paris.
- OCDE (1982), Financement du déficit budgétaire et contrôle monétaire, Serie "Etudes Monétaires", Paris.
- OCDE (1983) Perspectives Economiques No.34, décembre.
- OCDE (1984) Gestion du taux de change et conduite de la politique monétaire, Serie "Etudes Monétaires" (à paraître), Paris.

Tobin, J., (1980), "Stabilization Policy Ten Years After", Brookings Papers on Economic Activity, No.1.

Tobin, J., (1983), "Monetary Policy in an Uncertain World", Bank of Japan, Monetary and Economic Studies Vol.1, No.2, octobre.

Suzuki, Y., (1983), "Interest Rate Decontrol, Financial Innovation and the Effectiveness of Monetary Policy", Bank of Japan, Monetary and Economic Studies, Vol.1, No.1. juin.



