
Les politiques monétaires à l'aventure

Jean-Paul POLLIN Professeur à
l'Université d'Orléans

La politique monétaire nouvelle est arrivée. La suppression, au 1^{er} janvier de cette année, du dispositif d'encadrement du crédit a marqué l'adhésion de la politique monétaire française à une logique différente de régulation par les taux d'intérêt¹. En principe la formation des équilibres monétaires ne sera plus guidée par les contraintes quantitatives mais par les fluctuations des taux sur les marchés de l'argent.

Cette évolution n'est d'ailleurs pas spécifique à la France. Plusieurs autres pays ont été amenés dans les années récentes à réviser dans le même sens leur politique monétaire. Ce qui tend à montrer que ces réformes procèdent de tendances lourdes qui dépassent de loin les préférences ponctuelles des Banques centrales pour telle ou telle forme de contrôle.

Cela tient en partie à ce que l'administration du crédit présentait des inconvénients, sur le plan de l'efficacité du système de financement, qui ont

fini par se révéler exorbitants. Mais cela tient surtout à ce que les innovations financières ont progressivement rendu inopérante la limitation des seuls crédits bancaires. L'enrichissement de la gamme des actifs, l'expansion et la globalisation des marchés de capitaux ont multiplié les substitutions possibles entre les différents types de financement. Or, dans la mesure où il n'était pas question d'étendre à l'excès le champ des crédits encadrés, l'action par les taux d'intérêt s'avérait la seule réaliste.

Le malheur c'est qu'il est plus difficile de justifier l'efficacité du nouveau dispositif que d'expliquer les raisons de sa mise en place. En fait, les transformations voulues ou subies des systèmes financiers placent les politiques monétaires dans un contexte différent, dans lequel leur rôle et leurs conditions de fonctionnement ne sont pas bien définis. Sur ce thème un ensemble de questions sont aujourd'hui en débat qui concernent notamment :

- les canaux de transmission de la nouvelle politique, c'est-à-dire les modalités par lesquelles les actions de la Banque centrale peuvent affecter l'équilibre réel de l'économie ;
- la définition des instruments du nouveau dispositif et la façon dont ils doivent être utilisés ;
- la reformulation des objectifs de la politique monétaire et plus généralement la conception d'une stratégie opérationnelle ;
- enfin, l'autonomie des politiques nationales dans un monde de marchés financiers de plus en plus intégrés.

1 - Dans la revue *Analyse Financière* Philippe Lagayette a publié un article qui justifie cette évolution de la politique monétaire, présente les grandes lignes du nouveau dispositif et dresse un premier bilan des résultats obtenus. Cf. « L'évolution des instruments de la politique monétaire en France et le nouveau dispositif de contrôle monétaire », *Analyse Financière*, 2^e trimestre 1987. Dans une chronique de la *Revue d'Economie Politique*, Ch. de Boissieu a également présenté une description et quelques appréciations de ce nouveau système de contrôle. Cf. « La nouvelle politique monétaire française », *Revue d'Economie Politique*, mars-avril 1987. Enfin on trouvera dans un article de P. Artus publié par la *Revue Française d'Economie* une description et une analyse approfondies des transformations de la politique monétaire française. Cf. « La politique monétaire en France », *Revue Française d'Economie*, été 1987.

DES CANAUX DE TRANSMISSION PLUS INCERTAINS

Ces différents points sont assez longuement étudiés dans un rapport que vient de publier le commissariat au Plan et qui est consacré précisément aux problèmes de politique monétaire dans une économie de marchés financiers². Le document analyse bien le changement de perspective qui résulte du passage d'une économie de « financements administrés » dans laquelle les entreprises étaient étroitement dépendantes du crédit bancaire, à un système dans lequel les besoins de financement se contractent et sont couverts en proportion croissante par l'émission de titres négociables. Une question essentielle est alors de savoir si cette indépendance plus grande des firmes par rapport au crédit bancaire ne va pas affaiblir l'influence de la politique monétaire.

Le rapport étudie successivement les effets de l'action des autorités monétaires au sein de la sphère financière, puis la transmission de ces effets au secteur réel de l'économie. Dans un premier temps il analyse donc la façon dont les impulsions de politique monétaire (manipulation des taux ou fixation des réserves obligatoires) sont susceptibles d'agir sur les prix des actifs, le coût et la disponibilité du crédit. Il s'efforce de montrer que les transformations actuelles du système financier devraient renforcer la sensibilité de ces variables aux actions de la Banque centrale, en négligeant à ce stade l'incidence de la contrainte extérieure³.

On peut en effet penser que les variations de taux sur le marché monétaire se répercuteront désormais plus rapidement et plus fortement sur le

coût du crédit. Parce que le développement de la concurrence sur les marchés du financement joue certainement en ce sens, mais aussi parce que l'évolution des ressources des institutions financières (le développement des passifs rémunérés à des taux de marché) ainsi que l'élargissement de leurs possibilités d'arbitrage (entre titres et crédits classiques) devraient modifier leurs méthodes de tarification des crédits et les rendre plus attentives aux fluctuations des taux du marché. De même que le décloisonnement des marchés financiers devrait rapprocher les coûts des différentes sources de capitaux et accroître leur flexibilité. Dans cette affaire les anticipations de taux exerceront une influence accrue, de sorte que les effets d'annonce de la politique monétaire s'en trouveront amplifiés.

Il reste alors à étudier dans quelle mesure ce jeu sur le coût des capitaux va affecter l'équilibre réel. Sur ce point le rapport tente de démontrer que l'élasticité de la demande globale aux taux d'intérêt devrait s'avérer plus forte à l'avenir. Un certain nombre d'arguments peuvent en effet être invoqués en ce sens. En particulier la plus grande volatilité du coût du crédit pourrait rendre les agents économiques plus sensibles à ses évolutions. D'autant qu'avec le développement des financements à taux variables ce ne sont plus seulement les nouveaux emprunts qui sont concernés mais une bonne partie des encours. De surcroît l'augmentation des placements sous forme de titres renforcera les effets de richesse qui résultent des fluctuations de taux.

Tout ceci incite les auteurs du rapport à conclure de façon optimiste au maintien de l'efficacité de la politique monétaire. Selon eux la sensibilité plus forte du système aux taux d'intérêt permettra de compenser la diminution prévisible des effets de disponibilité (ou de rationnement) du crédit. Mais à vrai dire ce sentiment ne repose que sur des hypothèses fragiles, car il est trop tôt pour apprécier la valeur empirique des arguments retenus. Les travaux économétriques les plus récents n'ont toujours pas fait ressortir de relation significative entre l'investissement et les taux d'intérêt réels. De même que l'on n'a pas jusqu'ici mis en évidence l'influence des variations du portefeuille financier des ménages sur leur consommation⁴. Probablement les phénomènes de rationnement ou de disponibilité du crédit ont joué dans le passé un rôle déterminant dans l'efficacité de la politique monétaire française⁵. Ceci jette un doute sur ce que l'on

2 - Il s'agit du rapport d'un des sous-groupes qui a apporté sa contribution au groupe de travail sur les « Perspectives du financement de l'économie française ». Ce sous-groupe était présidé par R. Raymond, les rapporteurs en étaient C. Bordes et D. Gabrielli. Le rapport a été publié à la Documentation Française en septembre 1987.

3 - Dans un article de la Revue d'Economie Politique, P. Artus a présenté une modélisation de l'efficacité de la politique monétaire sous différentes hypothèses de fonctionnement du système financier. Son analyse se borne à étudier l'influence du maniement des divers instruments de contrôle sur la sphère financière, particulièrement sur la maîtrise d'un agrégat monétaire. Il montre que la présence de fortes substitutions entre les actifs et les différents types de financement est « généralement favorable au passage à une régulation par les taux ». Cf. « Politique monétaire, fonctionnement du marché du crédit et innovations financières », Revue d'Economie Politique, janvier-février 1987.

peut attendre du nouveau dispositif de régulation.

On rencontre d'ailleurs le même type de question formulé à propos de la politique monétaire américaine. A la différence près que l'évolution du système financier, notamment le mouvement de déréglementation, s'y est manifesté plus tôt. De sorte qu'il est aujourd'hui plus facile d'en tirer quelques enseignements. On trouvera par exemple dans un article récent du Bulletin de la Federal Reserve Bank de New York une tentative pour mesurer l'incidence des transformations de la sphère financière sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire⁶. Admettant que le rôle du rationnement s'est trouvé sensiblement réduit, les auteurs cherchent à mettre en évidence un accroissement de l'élasticité aux taux d'intérêt

de la demande adressée à certains secteurs de l'économie américaine (le bâtiment, les biens de consommation durables et les biens d'équipement). Mais ils cherchent aussi à montrer que les taux de change exercent désormais une influence significative sur le niveau de la production, à travers des phénomènes classiques de compétitivité. C'est là une idée importante car il est vrai que l'incidence de la politique monétaire passe de plus en plus par ce canal des taux de change. Les mécanismes en sont d'ailleurs assez compliqués puisque les parités ne déterminent pas seulement des prix relatifs, elles participent également à la formation du niveau général des prix et exercent par-là même des effets d'encaisse réelle de richesse... C'est là un élargissement important des canaux de transmission de la politique monétaire : ce n'est pas seulement l'investissement qui est directement touché par l'évolution du coût du capital, mais l'ensemble de la demande globale.

4 - D'une façon générale les modélisations de l'économie française n'ont jamais fait ressortir d'influence très significative des taux d'intérêt sur le niveau d'activité ou sur l'évolution des prix. On trouvera dans un article d'O. Strauss-Kahn, publié dans les cahiers économiques et monétaires de la Banque de France, un recensement et une analyse comparative des résultats obtenus sur ce point par les principaux modèles économétriques français. Dans sa description critique de ces différents travaux, l'auteur montre bien que l'intégration du rôle des taux d'intérêt n'a été qu'imparfaitement traitée. En particulier, il reste beaucoup à faire pour parvenir à une prise en compte satisfaisante des phénomènes d'anticipation qui tiennent une place cruciale dans la formation des prix et des taux d'intérêt. Les insuffisances qui subsistent dans les diverses descriptions de l'intégration réel — monétaire interdisent tout jugement définitif. Cf. « Mécanismes de transmission et effets macroéconomiques de la politique monétaire en France ». Cahiers économiques et monétaires, n° 27.

5 - Certains auteurs soutiennent d'ailleurs que l'analyse en termes de substitutions d'actifs, qui fonde l'approche traditionnelle de l'intégration, n'a plus guère aujourd'hui de signification. Pour eux c'est par la disponibilité des financements que passe la relation entre les sphères réelle et monétaire de l'économie. Ce point de vue a été exprimé aux Etats-Unis notamment par :

A. Wojnilower dans « The Central Role of Credit crunches in Recent Financial History », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1980, n° 2.

A. Blinder et J. Stiglitz dans « Money, Credit Constraints and Economic Activity », *American Economic Review*, mai 1983.

A. Blinder l'a récemment précisé dans un article publié par l'*Economic Journal* : « Credit Rationing and Effective Supply Failures », juin 1987. L'auteur écrit un modèle dans lequel la monnaie ne joue aucun rôle, si ce n'est qu'elle conditionne le volume du crédit offert aux entreprises. Les contraintes financières influencent les décisions d'offre des firmes et agissent ainsi sur l'activité économique. Le mécanisme est alors symétrique de celui de la demande effective.

6 - M.A. Akhtar et E.S. Harris, « Monetary Policy Influence on the Economy. An Empirical Analysis », *Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review*, hiver 1987.

UN RENOUVELLEMENT DES INSTRUMENTS PLUS LIMITÉ QU'IL N'Y PARAÎT

Les estimations proposées par les auteurs de l'étude restent assez simples et ne sont pas toujours très convaincantes. Elles valent plutôt par la démarche adoptée que par les résultats qui s'en dégagent. Il en ressort toutefois que depuis le début ou le milieu des années 70 le niveau d'activité aux Etats-Unis s'est révélé plus sensible aux variations de taux d'intérêt et de taux de change. Ce qui autorise à conclure que la politique monétaire garde une forte influence sur l'équilibre économique à long terme. En revanche les effets à court et moyen terme sont beaucoup plus incertains car la structure dynamique de la relation entre les taux (d'intérêt et de change) et la demande globale est assez peu robuste. Mais pour autant qu'on puisse l'apprécier il semble que l'incidence des taux ne se manifeste qu'avec un assez long retard. De sorte que même si l'on admet que l'efficacité de la politique monétaire n'est pas globalement remise en cause par la disparition (ou la réduction) des phénomènes de rationnement, son action sur l'équilibre économique devrait être à l'avenir moins rapide et moins précise.

Encore faut-il prendre en considération l'usage qui peut être fait des instruments de contrôle, c'est-à-dire l'intensité des impulsions de

S É L E C T I O N D ' A R T I C L E S

politique monétaire. Après tout il se peut que les évolutions induites des taux d'intérêt soient suffisamment fortes pour provoquer les effets recherchés sur l'équilibre économique. Ce qui signifie que l'efficacité de la politique monétaire dépend aussi de la souplesse et de la précision des techniques mises en œuvre par la Banque centrale.

Il convient à ce propos de s'entendre sur l'expression de « régulation par les taux d'intérêt ». Dans le cas de la France il est clair qu'il ne s'agit pas d'assurer l'équilibre des marchés monétaires et financiers par le libre jeu des taux d'intérêt. A l'évidence la Banque centrale n'a pas renoncé à guider la fixation du prix de l'argent à court terme⁷. Le contraire impliquerait que l'on s'oriente vers une politique de base monétaire, c'est-à-dire que l'on prédétermine l'offre de monnaie centrale et qu'on laisse au taux d'intérêt le soin de régler l'équilibre sur le marché interbancaire. Or une telle stratégie conduirait selon toute vraisemblance à une variabilité excessive des taux.

Ce point, entre autres, est bien analysé dans l'ouvrage que X. Debonneuil a récemment publié sur « La politique monétaire et son contexte économique »⁸. Présentant l'efficacité des politiques économiques l'auteur s'intéresse en particulier aux conséquences des différentes techniques de contrôle monétaire. Il montre qu'en situation de faible élasticité de la demande de crédit, et face à l'instabilité de cette demande ou du multiplicateur de crédit, une politique de base conduit fatalement

à une forte volatilité des taux. Dans l'état actuel des choses une telle volatilité serait difficilement supportable par le système bancaire français et en tout état de cause elle serait en contradiction avec la volonté de stabiliser les parités au sein du Système Monétaire Européen⁹. On observera d'ailleurs que la question se pose en des termes assez proches dans les autres pays puisqu'aucune Banque centrale ne semble avoir véritablement opté pour une politique de base monétaire. On sait que la Banque fédérale après en avoir tenté l'expérience (entre 1979 et 1982) a dû assez vite renoncer à une telle stratégie du fait de l'instabilité des taux d'intérêt et de change qu'elle avait provoquée.

Dès lors, pour en revenir au cas de la France, la « régulation par les taux d'intérêt » ne désigne pas l'action des marchés financiers mais l'intervention de la Banque centrale qui entend désormais poursuivre ses objectifs par la manipulation des taux et non plus par la limitation quantitative du crédit. Ceci relativise beaucoup l'importance des changements intervenus. Car s'il est vrai que la suppression du fixing a sans doute provoqué une variabilité plus forte des taux au jour le jour, il reste que ceux-ci restent étroitement encadrés (par le taux des appels d'offre et celui des pensions à 7 jours) et la Banque de France continue à dicter ses conditions, y compris à court terme¹⁰. L'article que A. Icard consacre dans la revue Banque à la description des nouvelles techniques d'intervention apporte une bonne illustration de cette idée¹¹. Les détails des diverses procédures à la disposition de la Banque centrale prouvent bien la force de sa présence sur le marché. De même que la discussion sur la réforme éventuelle des appels d'offre (le passage du système d'adjudication « à la française » à un système « à la hollandaise ») démontre bien toutes

7 - Selon l'expression consacrée la Banque de France se réserve le droit d'intervenir sur les autres compartiments des marchés de l'argent. Mais dans un système de marchés financiers parfaits, il est clair que la Banque centrale ne peut songer à tordre la structure des taux d'intérêt qui ne dépend que des anticipations concernant l'évolution future des taux et des primes de risque ou de liquidité sur les placements longs. Dans ces conditions la Banque centrale peut intervenir indifféremment sur l'un ou l'autre des compartiments sans que le résultat de son action en soit modifié.

8 - X. Debonneuil, « La politique monétaire et son contexte économique », La Revue Banque éditeur, 1986. Contrairement peut-être à ce que son titre laisse supposer cet ouvrage est avant tout un ouvrage de macro-économie. La présentation du système financier et l'analyse de la politique monétaire n'occupent en effet qu'un peu moins de la moitié du livre. Le reste concerne la modélisation du « secteur réel » de l'économie. On y trouvera un exposé des principaux mécanismes de l'analyse macro-économique et des applications qui peuvent en être faites pour la compréhension du fonctionnement de l'économie française. L'auteur réussit par ailleurs à présenter de façon très pédagogique certains développements théoriques récents, telle que l'analyse du déséquilibre.

9 - Dans un article de la revue Analyse Financière A. Levy-Lang et F. Henrot présentent quelques réflexions sur l'incidence pour le secteur bancaire d'une volatilité accrue des taux d'intérêt. Cf. « L'adaptation de l'appareil bancaire français à la régulation par les taux d'intérêt », Analyse Financière, 2^e trimestre 1987.

On trouvera dans ce même numéro deux autres articles qui traitent des techniques de protection des institutions financières face au risque de taux.

10 - Mais naturellement dans la mesure où la Banque centrale a perdu l'arme de l'encadrement du crédit, elle devra provoquer des variations plus fortes des taux d'intérêt à court moyen terme pour assurer le respect de ces objectifs.

11 - A. Icard, « Les instruments de la politique de taux », Banque, juillet-août 1987.

ET DE LIVRES

les réticences de la Banque de France vis-à-vis d'une remise en question de son contrôle des taux. L'auteur convient que la procédure actuelle « n'est pas en harmonie avec la pratique des marchés puisque la Banque de France fixe à la fois le taux et la quantité de monnaie centrale octroyée » ; mais le recours au système à la hollandaise (évidemment plus logique) « présenterait le désavantage de faire disparaître le principal taux directeur de la Banque de France ». Il est donc bien clair que le taux sur le marché monétaire reste administré. L'article s'achève du reste sur une information des plus intéressantes : « la direction des marchés de capitaux de la Banque de France dispose désormais d'une salle des marchés ». On ne saurait mieux dire...

Cette politique de la Banque centrale réduit sans doute la précision de son contrôle à court terme sur la masse monétaire et sur le crédit. Elle altère également l'efficacité de l'autre instrument de sa politique : les réserves obligatoires. G. Maarek vient de publier dans la revue de l'IPECODE un article très intéressant sur cette question¹². En reprenant l'opposition, maintenant bien connue, entre multiplicateur et diviseur de crédit, il montre qu'il ne peut exister de relation directe entre le montant des réserves obligatoires et la création monétaire que si la Banque centrale mène une politique de base. Dans le cas contraire, c'est-à-dire si les taux sur le marché monétaire sont administrés, les banques de second rang ont toujours la possibilité de compenser par leur refinancement auprès de la Banque centrale les évolutions des coefficients de réserve. Dans ce cas l'influence d'une augmentation des coefficients se traduit par un accroissement du coût de production des crédits bancaires : en gelant une partie des liquidités des banques de second rang, la Banque centrale les oblige à venir se refinancer auprès d'elle, ce qui élève le coût des ressources.

Dans une économie dont le financement dépend principalement du crédit bancaire (une « économie d'endettement ») l'impact de la politique de réserves obligatoires sur la masse monétaire et sur l'activité économique est à la mesure de l'élasticité de la demande de crédit aux taux d'intérêt. Mais dans un système où les marchés financiers sont fortement développés, un relèvement des coefficients de réserves entraînera

essentiellement une désintermédiation : l'accroissement du coût du crédit bancaire incitera les emprunteurs à recourir à des financements directs, éventuellement extérieurs. Toute la question est alors de savoir quelle peut être l'influence d'un freinage du crédit bancaire, et donc de la masse monétaire, alors que le volume total des financements est quant à lui inchangé. Pour G. Maarek il semble que ce soit le financement global qui constitue la variable déterminante puisqu'il conclut à l'inefficacité, sous ces conditions, de la politique de réserves. Nous avouons partager sans réserves cet avis hétérodoxe, même s'il trouverait difficilement grâce aux yeux d'un monétariste bon teint¹³.

Il faut ajouter cependant que le jeu sur les coefficients de réserves peut être un moyen de déconnecter les taux des crédits des taux sur le marché monétaire, donc de concilier les objectifs internes et externes de la politique monétaire. Mais G. Maarek remarque que la situation la plus courante est celle d'un franc discuté qui nécessite plutôt des ajustements à la baisse des réserves obligatoires.

Enfin il observe que cette politique présente des risques de discrimination à l'égard de certains réseaux bancaires et à l'encontre des agents qui n'ont pas accès aux marchés financiers. Ce n'est d'ailleurs pas un hasard si bon nombre de Banques centrales semblent avoir définitivement renoncé à faire jouer à l'instrument des réserves un rôle actif, du moins à court terme.

Au total on garde l'impression que la reformulation récente de la politique monétaire se traduit par une réduction des moyens d'action de la Banque centrale. Au fond ce n'est pas tant que l'on a troqué une politique (l'encadrement du crédit) contre une autre (la régulation par les taux) ; c'est plutôt que l'on a remis l'une d'entre elles. La Banque centrale possédait jusqu'ici deux instru-

125

13 - Dans ce même numéro J.-P. Patat traite « Du bon usage des réserves obligatoires ». Sur le fond son argumentation rejoint tout à fait celle de G. Maarek même s'il n'aboutit pas aux mêmes conclusions. Il semble admettre que l'utilisation des réserves obligatoires ne trouve son véritable sens que si la Banque centrale mène parallèlement une politique de base ; et il convient par ailleurs que ce n'est pas la politique que pratique aujourd'hui la Banque de France. Dans ces conditions la manipulation des coefficients de réserves peut aider au contrôle des agrégats monétaires, mais son influence sur les objectifs finals sera très limitée. Ce qui constitue accessoirement une démonstration des dangers d'une politique d'agrégat.

12 - G. Maarek, « Le rôle des réserves obligatoires dans la politique monétaire », revue de l'IPECODE, juin 1987.

ments de contrôle : elle utilisait la gestion des taux d'intérêt pour guider l'évolution des taux de change, tandis qu'elle se servait de l'encadrement du crédit pour régler la progression de la masse monétaire. Elle ne possède plus aujourd'hui que l'arme des taux et ce n'est pas leur variabilité accrue qui peut compenser la perte de l'autre variable de commande¹⁴. Cela nécessite donc une révision, plus précisément un rétrécissement, des objectifs de la politique monétaire.

À LA RECHERCHE DES OBJECTIFS

Officiellement les Banques centrales dans leur majorité continuent à afficher des objectifs de croissance monétaire, même si dans les faits leur ligne de conduite obéit à des motivations plus complexes. Le dernier rapport du Conseil National du Crédit affirme que « la politique monétaire vise toujours à maîtriser l'expansion des agrégats de monnaie », mais on y lit également à quelques pages d'intervalle que l'action des autorités monétaires en 1986 a été « largement contrainte par l'objectif de change »¹⁵.

L'instabilité des fonctions de demande de monnaie, provoquée notamment par la déréglementation et les innovations financières, tend à remettre en cause la stratégie des normes monétaires auxquelles les Banques centrales s'étaient ralliées au milieu des années 70. Les difficultés d'interprétation que suscite l'observation des vitesses de circulation montrent bien que les agrégats

de monnaie et de crédit sont devenus aujourd'hui des indicateurs peu fiables. On trouvera par exemple dans une étude réalisée à l'OCDE par P. Atkinson et J.-C. Chouraqui une bonne illustration de ce problème¹⁶. Les auteurs y présentent des tests par simulation de la stabilité des fonctions de vitesses de circulation (ou ce qui revient au même, de demande de monnaie) dans chacun des pays du Groupe de 10 entre 1983 et 1985¹⁷. Ils mettent en évidence une relative stabilité de la relation entre revenu et agrégat monétaire dans le cas de trois pays (les Etats-Unis, le Japon et la RFA); en revanche l'évolution des vitesses de circulation reste inexplicée dans le cas des autres pays, particulièrement de la France¹⁸. De tels résultats ne sont évidemment pas favorables à une poursuite des stratégies de normes monétaires, de sorte que les auteurs s'efforcent d'explorer un ensemble de reformulations possibles des politiques monétaires. En particulier ils s'interrogent sur des objectifs intermédiaires alternatifs aux agrégats de monnaie

16 - P. Atkinson et J.-C. Chouraqui, « The Formulation of Monetary Policy: A Reassessment in the Light of Recent Experience », OCDE, 1985. Repris dans les *SUERF Papers on Monetary Policy and Financial Systems*, n° 1, 1987.

17 - Plus précisément les auteurs étudient le comportement des fonctions de vitesse obtenues dans une étude antérieure et estimées sur la période 1973-1983. Ils recherchent si ces fonctions sont capables de rendre compte des évolutions des vitesses de circulation entre 1983 et 1985.

Dans le précédent numéro de la présente revue, Y. Ullmo a publié un article qui analyse les difficultés introduites par les innovations financières dans la politique des agrégats. Cf. « Innovations financières, agrégats monétaires, politique monétaire », *Revue d'Economie Financière*, septembre 1987.

18 - La redéfinition des agrégats monétaires a peut-être atténué en partie le problème. C'est du moins ce qui ressort de l'article de Jean-Pierre Patat publié dans le dernier numéro des *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*. Les vitesses-revenu calculées sur les nouveaux agrégats M3 et L sont plus stables que celle de l'ancien M2R, ce qui tend à montrer que la redéfinition a permis de mieux prendre en compte l'innovation financière. De même, les équations de demande de monnaie estimées pour M3 et surtout pour M2 sont plus satisfaisantes que celles obtenues avec les anciens agrégats. Enfin la redéfinition des agrégats permet de mettre en évidence des relations de causalité nettement plus significatives entre les variables monétaires et les objectifs finals de la politique économique (en l'occurrence l'évolution du PIB et du réseau général des prix). Ces différentes estimations ont cependant été réalisées sur une période antérieure à 86, et elles nécessiteraient une réactualisation. Il n'est pas certain qu'elles résisteraient aux évolutions plus récentes. Cf. « Les nouveaux agrégats monétaires en France : signification, contenu, et comportement », *Cahiers économiques et monétaires* n° 27.

ET DE LIVRES

ou de crédit. Mais il ne ressort de toute leur discussion aucune proposition nouvelle ni même aucune solution précise, si ce n'est la recommandation d'une politique rigoureuse, claire et crédible aux yeux des agents économiques. Or toute la question est bien sûr de traduire ce principe en une forme opérationnelle dans un contexte d'instabilité des comportements monétaires et financiers.

On doit se demander notamment si les transformations du système financier ne condamnent pas définitivement l'idée d'un processus de contrôle en deux étapes, c'est-à-dire la fixation de cibles intermédiaires (distinctes des objectifs finals de politique économique) qui orientent le manie- ment à court terme des instruments monétaires. D'autant qu'il faut bien convenir, qu'indépendamment des difficultés actuelles, les fondements de cette démarche n'ont jamais été très clairs. Depuis longtemps un certain nombre d'économistes ont émis des doutes sur la pertinence d'une procédure qui revient finalement à restreindre le champ d'information des autorités monétaires. On retrouve cette thèse développée dans un article de P. Villa publié par les Annales d'Economie et de Statistique¹⁹. L'auteur cherche à déterminer comment la Banque centrale doit conduire les évolutions du taux d'intérêt, dont on suppose qu'il est l'unique instrument de politique monétaire, afin de stabiliser au mieux les prix et la production. Plus précisément il s'agit de trouver la règle optimale qui minimise la variance des prix et de la production, suivant en cela la méthodologie proposée par W. Poole dans une contribution restée célèbre²⁰. La solution du problème dépend bien sûr de l'origine des chocs qui affectent le système économique, du niveau d'information dont dispose l'Etat et de sa préférence pour la stabilisation de l'un ou l'autre des objectifs finals. Dans le cas général cependant on peut montrer qu'il faut relier le taux d'intérêt à la fois au niveau des prix et de la production, selon une pondération qui dépend des paramètres du modèle et des hypothèses retenues.

Mais surtout P. Villa met en évidence que l'observation de la masse monétaire ne permet guère d'améliorer l'intervention de la Banque cen-

trale parce qu'elle est un mauvais indicateur des chocs portant sur l'offre globale. Même en supposant qu'elle constitue un indicateur avancé, c'est-à-dire que ses évolutions sont connues plus rapidement que celles des objectifs finals (de prix et de production), le réglage des taux d'intérêt ne doit pas se fonder sur ces seules informations. La politique optimale ne consiste donc pas en général à contrôler la progression d'un agrégat de monnaie selon un objectif prédéterminé²¹.

A vrai dire ce n'est pas là une découverte puisque l'on comprend bien que le fait de se concentrer sur une seule source d'information doit fatalement limiter l'efficacité des politiques de stabilisation. Mais ce raisonnement est insuffisant pour répondre à tous les arguments qui ont été invoqués pour justifier un système de contrôle à deux étages. En fait la référence à des objectifs intermédiaires ne sert pas seulement à optimiser les politiques de stabilisation (en ce sens elle est certainement indéfendable), elle sert aussi à ancrer les anticipations des agents économiques. Elle constitue un engagement sur la politique de la Banque centrale qui permet de contraindre les prévisions d'inflation.

Cette question des « règles monétaires » a fait récemment l'objet d'un ensemble de contributions particulièrement intéressantes dont on trouvera un bon résumé dans un article de R. Barro publié par l'Economic Journal²². Jusqu'ici en effet on se bornait à affirmer que la gestion des instruments monétaires en fonction directe des objectifs finals de politique économique supposait une parfaite connaissance de la structure et des paramè-

127

21 - Nous n'abordons pas ici le problème du choix entre les différents agrégats possibles. Il se peut que certains d'entre eux conduisent à des résultats meilleurs, ou moins mauvais. On trouvera dans un article de P. Villa et H. Sterdyniak publié dans la Revue Economique une analyse très intéressante de cette question. Les auteurs spécifient un modèle relativement simple de l'économie et cherchent à savoir quels sont les agrégats qui fournissent les meilleures informations (c'est-à-dire les informations susceptibles d'engendrer une politique stabilisante) lorsque le système est soumis à des chocs de diverses natures. Ils montrent qu'il est préférable de contrôler des agrégats de crédit plutôt que des agrégats de masse monétaire. Par ailleurs les agrégats larges sont de meilleurs indicateurs face à des chocs financiers, tandis qu'ils ne permettent pas de stabiliser des chocs spéculatifs. Cf. « Des conséquences conjoncturelles de la régulation monétaire, » Revue Economique, novembre 1986.

22 - R. Barro, « Recent Developments in the Theory of Rules versus Discretion », Economic Journal, Conference Papers, Supplement, 1986.

19 - P. Villa, « Règles de gestion du taux d'intérêt », Annales d'Economie et de Statistique, janvier-mars 1987.

20 - W. Poole, « Optimal Choice of Monetary Instruments in a Simple Stochastic Macro-Model », Quarterly Journal of Economics, mai 1970.

tres du modèle de l'économie. Dans la mesure où les autorités monétaires sont incapables d'évaluer et de dater avec précision l'incidence de leurs actions sur l'équilibre économique, on concluait qu'il était préférable de ne pas réagir aux informations conjoncturelles et de suivre plutôt les évolutions d'un agrégat dont la relation aux objectifs ultimes était robuste à moyen-long terme. En ce sens la référence à un objectif intermédiaire représentait une sorte de prévention contre les risques d'activisme de la politique monétaire.

Cette argumentation est cependant peu convaincante car il est sûrement des cas où les autorités monétaires peuvent compenser l'ignorance partielle des résultats de leurs actions par une multiplication de leurs sources d'informations. Ce n'est donc pas en ces termes que l'on peut théoriquement justifier la fixation de règles monétaires, par opposition à des politiques agissant au gré des circonstances.

En revanche un certain nombre de travaux ont développé, depuis quelque temps, une analyse beaucoup plus intéressante, établissant « l'inconsistance dynamique » des politiques discrétionnaires. Leur idée générale revient à montrer que l'utilisation des méthodes traditionnelles du contrôle optimal n'est pas possible en présence d'anticipations rationnelles des agents économiques²³. On peut en effet prouver que dans ce cas les autorités monétaires ont avantage à se fixer et à annoncer à l'avance des règles d'action plutôt que de chercher à optimiser leurs décisions au coup par coup. Ce résultat provient de ce que l'anticipation des actions de politique économique est prise en compte par les agents dans la formation de leurs plans. Il est donc sous-optimal de s'en tenir aux seules conditions courantes pour la détermination des politiques de stabilisation.

23 - Sur ce point la contribution essentielle est celle de F. Kydland et E. Prescott, « Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans », *Journal of Political Economy*, juin 1977.

On retiendra également les articles suivants : R. Barro et D. Gordon, « A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model », *Journal of Political Economy*, août 1983.

K. Rogoff, « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », *Quarterly Journal of Economics*, novembre 1985.

M. Canzoneri, « Monetary Policy Games and the Role of Private Information », *American Economic Review*, décembre 1985.

Imaginons par exemple que la Banque centrale se trouve en mesure d'arbitrer entre le niveau d'activité et l'inflation, et qu'elle entende mener une politique discrétionnaire. Les agents économiques, anticipant la volonté des autorités monétaires d'agir sur la demande globale aux dépens de la stabilité des prix, vont réagir en imposant un taux d'inflation plus élevé que celui qui aurait prévalu si la Banque centrale avait décidé de ne rien faire. Ceci devrait avoir pour effet d'éliminer toute incitation de la Banque centrale à porter la demande globale au-delà de son niveau d'équilibre. Mais au bout du compte l'économie se trouvera dans une situation sous-optimale puisqu'elle devra supporter un taux d'inflation plus fort sans qu'il en résulte le moindre gain en terme d'activité. Le jeu non coopératif qui s'institue entre les autorités monétaires (qui cherchent à tromper les plans individuels) et les agents privés (qui tentent d'anticiper les décisions de la Banque centrale) conduit à un équilibre insatisfaisant du point de vue du bien-être collectif. Dès lors la Banque centrale ne peut sortir de cette difficulté qu'en annonçant qu'elle s'engagera à poursuivre un objectif qui servira à ancrer les anticipations individuelles.

Encore faut-il que la règle soit crédible, car elle ne peut être efficace que si les agents privés ont de bonnes raisons de croire qu'elle sera respectée. Cela suppose qu'elle soit formalisée de façon assez robuste pour ne pas être trop facilement modifiée. Ou bien que les autorités monétaires aient un intérêt évident à ne pas s'en éloigner. Ce peut être le cas si la crédibilité des objectifs de la Banque centrale est fonction de sa conduite antérieure, c'est-à-dire si les agents économiques ont la possibilité de sanctionner les autorités monétaires pour ses manquements à la règle. Le raisonnement conduit à une analyse de la « réputation » de la Banque centrale qui donne lieu également aujourd'hui à une littérature foisonnante. L'article que P. Artus a consacré à cette question dans un numéro récent de la Revue Economique en constitue un bon exemple²⁴. En utilisant les modèles de jeux relativement simples l'auteur analyse la politique optimale de la Banque centrale vis-à-vis de l'objectif monétaire, c'est-à-dire la façon dont elle le fixe et dont elle décide de s'y conformer. Les agents privés, qui n'ont pas a priori

24 - P. Artus, « Fixation de l'objectif monétaire et réputation de la Banque centrale », *Revue Economique*, juillet 1987.

ET DE LIVRES

une connaissance exacte du comportement des autorités monétaires, en font progressivement l'apprentissage. De sorte que la réputation de la Banque centrale se construit au fur et à mesure de ses arbitrages entre la stabilisation de la demande globale et le respect des objectifs annoncés.

Dans la mesure où les individus ne sont pas capables de déterminer exactement les intentions des autorités monétaires, celles-ci disposent d'une certaine marge de manœuvre, c'est-à-dire qu'elles peuvent surprendre les agents privés en s'écartant des objectifs affichés. Mais a posteriori les individus révisent, sur la base des résultats observés, leur idée du comportement de la Banque centrale, et cette appréciation affecte leur anticipation de l'évolution des prix. Les autorités monétaires sont donc amenées à effectuer un arbitrage entre l'intérêt immédiat qu'elles trouvent à « tromper » les attentes individuelles, et l'utilité de sauvegarder une réputation qui assure l'ancrage des anticipations de prix. Le coût de la perte de réputation, c'est-à-dire le risque de sanction que font peser les agents privés sur le comportement de la Banque centrale, permet de résoudre la question de la crédibilité des règles.

En revanche cela ne résout en rien le problème du choix de l'objectif intermédiaire. La référence à un objectif de masse monétaire n'est ici qu'une hypothèse que l'argumentation ne prétend pas justifier. Le raisonnement est assez général pour s'appliquer à de nombreuses situations (comme le signale P. Artus en conclusion), mais il devrait être complété pour traiter de l'objectif optimal. Il est possible que le ciblage de la masse monétaire soit un guide efficace des anticipations individuelles. Mais il est d'autant plus coûteux que les fonctions de demandes d'actifs sont plus instables. C'est la raison pour laquelle il est aujourd'hui contesté et c'est aussi pourquoi on a cherché à concevoir des objectifs intermédiaires plus fiables. Certains auteurs en particulier ont fait valoir que le PIB nominal pourrait constituer une cible plus proche des objectifs finals (sans toutefois s'y identifier puisque les objectifs finals portent notamment sur le PIB réel et sur l'évolution des prix considérés de façon distincte) et qui permettrait d'échapper à l'instabilité des relations monétaires. Il fournirait un ancrage satisfaisant des anticipations de prix, tout en facilitant la stabilisation des fluctuations de la demande globale ou de la demande d'actifs. Il est vrai par contre qu'il serait mal adapté

à la stabilisation des chocs portant sur la fonction d'offre : un accroissement des prix des biens importés ou encore une modification exogène de la productivité se traduirait par un ajustement plus fort de la production et de l'emploi que sous un régime de ciblage de la masse monétaire. De plus le PIB nominal n'est pas une variable directement contrôlable par la Banque centrale comme peuvent l'être les agrégats monétaires, particulièrement les agrégats étroits ; ceci est susceptible d'affecter la crédibilité de l'objectif affiché. Mais a contrario on peut évidemment se demander à quoi sert de contrôler une variable dont la relation aux objectifs finals est évanescence. Le dilemme est total.

UNE AUTONOMIE EN PEAU DE CHAGRIN

En fait dans de nombreux pays les Banques centrales se sont ralliées de façon plus ou moins explicite à des objectifs de taux de change. Même les Etats-Unis semblent avoir compris la nécessité de prendre en compte la parité du dollar dans la formulation de leur politique monétaire. En partie parce que la discipline des taux de change permet de remplacer celle des agrégats défaillante. Après tout, l'ordre de Bretton-Woods constituait par lui-même un système de règles monétaires et on remarquera que c'est à la suite de son effondrement que les Banques Centrales ont éprouvé le besoin de recourir à la « stratégie des normes ». Ce qui montre bien qu'il existe en principe une substitution possible entre ces deux types de politique.

Il est vrai cependant que la fixation d'un objectif de change ne remplit pas le même rôle que la surveillance d'un agrégat de masse monétaire car la relation des parités aux variables internes (d'activité, de prix...) est par définition assez faible. Si l'on est revenu à un système de contrôle (il est vrai assez souple) des taux de change c'est donc principalement parce que l'on a reconnu qu'il était dangereux de laisser les parités au libre jeu du marché. L'expérience de la flexibilité a démontré qu'elles pouvaient être soumises à des évolutions sans rapport avec leurs déterminants fondamentaux. Il en est résulté des fluctuations des taux de change réels fortes et perturbantes pour les équilibres économiques nationaux. De surcroît il s'est avéré qu'en situation de changes flexibles les politiques économiques se trouvaient prises dans un jeu non coopératif susceptible de tourner à la déflation. Plus personne ne croit aujourd'hui à

S É L E C T I O N D ' A R T I C L E S

l'argumentation des partisans de la flexibilité qui avaient fait valoir que ce système faciliterait l'autonomie des politiques économiques. Le raisonnement reposait sur un certain nombre d'hypothèses qui se sont révélées inexactes ; en particulier il supposait que les taux de change assureraient la parité des pouvoirs d'achat et résoudraient dans le même temps les déséquilibres des balances de paiements. Or les évolutions du change ont apparemment obéi à une logique toute différente ; elles ont été dominées à court terme par les mouvements de capitaux, donc par des variables monétaires et par des phénomènes d'anticipation d'une extrême volatilité. De sorte que si l'on corrige l'analyse pour tenir compte de ces observations, on met en évidence un ensemble de mécanismes au travers desquels se manifeste une forte interdépendance des politiques économiques²⁵.

Naturellement un régime de changes fixes implique lui aussi des interactions multiples entre les économies concernées. Dans le système de Bretton-Woods ces interactions se sont avérées si encombrantes et si difficiles à gérer qu'elles ont finalement provoqué l'éclatement de la coopération. Mais du moins le jeu ne comportait pas de tendance déflationniste car l'accumulation de réserves ne pouvait être une fin en soi et ne justifiait donc pas une généralisation de pratiques restrictives. Au contraire, il tolérait un laxisme excessif du ou des pays à monnaie-clé et incitait les autres à un alignement sur cette orientation inflationniste.

25 - Dans un article publié par la *Revue Economique* F. Chevallier et J.-P. Pollin ont montré que les politiques monétaires pouvaient être interdépendantes à court terme même dans le cadre d'un modèle qui implique leur autonomie à long terme. Ce résultat s'explique par l'imperfection des ajustements, en l'occurrence par la rigidité relative des prix à court terme, qui donne naissance à des interdépendances conjoncturelles. Cf. « La transmission internationale des chocs monétaires en changes flexibles », *Revue Economique*, novembre 1985. On retrouve ce même type de mécanismes dans une étude menée à l'Observatoire Français des Conjonctures Economiques par E. Bleuze et H. Sterdyniak. Leur modèle possède également un long terme classique (pour lequel les politiques monétaires sont neutres et indépendantes) et une trajectoire keynésienne (durant laquelle les politiques monétaires sont actives et interdépendantes). Leur approche en terme de simulation leur permet de spécifier une dynamique plus riche et d'étudier un ensemble plus vaste de politiques économiques. Mais le sens des conclusions est le même que celui de l'article précédent. Cf. « L'interdépendance des économies en change flexible : les apports d'une maquette dynamique », Document de travail OFCE, janvier 1987, à paraître dans *La Revue Economique*.

Tandis qu'en régime de changes flexibles tout se passe comme si le pays le plus rigoureux, ou le plus déflationniste, bénéficiait à court terme d'une sorte de prime. Le phénomène de surajustement des parités lui permet d'exporter une partie de son inflation sans trop avoir à le payer au niveau de sa balance commerciale (par la grâce cette fois de la courbe en J). Ainsi le système favorise très clairement une surenchère de pratiques déflationnistes dont il est facile de trouver des exemples dans la conjoncture internationale des années récentes.

Dans ces conditions, la stabilisation des changes apparaît comme l'amarce d'une stratégie de coopération visant à limiter ces effets pervers. Mais il est clair qu'elle implique en contrepartie une perte d'autonomie des politiques monétaires. On sait qu'il n'est pas possible de concilier à la fois la liberté des mouvements de capitaux (aujourd'hui très en vogue et d'ailleurs en harmonie avec l'avènement d'une économie de marchés financiers), la stabilité des changes et l'indépendance des politiques économiques : le démantèlement des contrôles de changes conduit à une égalisation des taux d'intérêt réels, la fixation des parités contraint de surcroît les évolutions nominales. La Banque des règlements internationaux a consacré à cette question tout un chapitre de son dernier rapport²⁶. On y trouvera une belle illustration de l'ambiguïté qui caractérise la formulation des stratégies monétaires dans les principaux pays industrialisés. Entre l'affichage officiel d'objectifs quantitatifs et le ciblage effectif de taux de change il est devenu vraiment difficile d'appréhender les règles d'action des autorités monétaires. Ceci s'explique bien sûr par le poids des contraintes extérieures dont le rapport présente une analyse détaillée.

Pour être viable à terme une politique de taux de change suppose une certaine cohérence entre les politiques monétaires des pays concernés. Ce qui signifie que la fixation d'une norme monétaire est en grande partie redondante par rapport à un objectif de change. Il est possible, comme le souligne la BRI, que le contrôle d'un agrégat renforce la crédibilité de l'objectif de change, ou permette d'infléchir une évolution peu satisfaisante des finances publiques (comme ce fut

26 - Rapport annuel de la Banque des règlements internationaux, Bâle, juin 1987. Nous faisons ici allusion au chapitre 6 qui s'intitule « Politique monétaire et contraintes extérieures ».

ET DE LIVRES

le cas dans les années récentes aux Pays-Bas, en Suède ou en Belgique). Mais en tout état de cause il est absolument nécessaire que la progression affichée de la masse monétaire soit compatible aux yeux des agents économiques avec la stabilisation voulue du taux de change. On a du reste assisté au cours de ces dernières années à un sensible rapprochement des politiques monétaires qui se reflète dans l'évolution convergente des agrégats et des taux d'intérêt des économies dominantes. La construction du Système Monétaire Européen, aussi bien que les accords internationaux (du Plaza, de Tokyo, du Louvre, de Venise...) conclus sur la gestion des parités se sont généralement accompagnés de dispositions visant à coordonner les politiques monétaires.

Le rapport de la BRI ne cherche pas à dissimuler les difficultés soulevées par cette coopération, mais il n'en évoque pas toutes les dimensions. En particulier il n'est pas assez explicite sur la façon dont s'est opéré le rétrécissement de la marge d'action des différentes Banques centrales. Il est bien certain que si les politiques de désinflation engagées depuis le début des années 80 ont été si efficaces, c'est en grande partie parce qu'elles ont été menées conjointement. Mais il est également vrai qu'elles se sont traduites par un alignement sur les stratégies des pays les plus « vertueux », de sorte que toutes les économies n'en ont pas tiré un égal avantage. Le coût de la désinflation, en termes d'activité et d'emploi, a été beaucoup plus lourd dans certains pays, comme la France, pour lesquels les « facilités » du laxisme monétaire constituaient un facteur important de régulation macro-économique. Pour être viable à terme un rapprochement des taux d'inflation et des politiques monétaires requiert donc la mise en place de compensations sous une forme ou sous une autre.

Qui plus est, en admettant même que l'on puisse ignorer ces problèmes de conciliation entre la stabilisation des changes et les grandes orientations des politiques nationales, il existe toujours un risque à court terme de contradiction entre les objectifs internes et externes. Des conflits de cet ordre se manifestent dans un ensemble de cas qui n'ont rien d'académique. Par exemple lorsqu'une spéculation à la hausse de la monnaie d'un pays donné le conduit à mener une politique laxiste, alors que l'évolution de la liquidité de l'économie nécessiterait une orientation inverse. Ou encore

lorsque les taux d'intérêt s'avèrent élevés au regard des équilibres intérieurs, de la croissance de l'investissement, mais que la Banque Centrale s'oblige à les soutenir pour sauvegarder la parité de la monnaie. On sait que ce type de dilemme a correspondu ou correspond encore à des situations très concrètes. En principe il ne doit s'agir que de difficultés occasionnelles provoquées par des anticipations déstabilisantes²⁷. Mais en réalité elles risquent d'être d'autant plus fréquentes qu'elles proviennent aussi pour une bonne part de perturbations extérieures à la sphère financière. L'incohérence des politiques budgétaires, les déséquilibres des balances commerciales ont créé des pressions sur les changes que les politiques monétaires ont été contraintes (peut-être à tort) de compenser. Pratiquement cela s'est fait aux dépens des objectifs internes par des dérapages des agrégats ou des tensions sur les taux d'intérêt dont l'ampleur est restée jusqu'ici limitée. Mais qui peut dire quelle tournure prendront les événements lorsqu'il faudra s'attaquer sérieusement au problème des déficits américains ?

Ce qui tend à montrer que non seulement la coordination des politiques nationales est nécessaire mais aussi qu'elle doit concerner un large ensemble de décisions. Dans un article de la Revue Française d'Economie J.-P. Landau s'efforce de recenser et d'analyser les différents obstacles qui freinent la mise en œuvre d'un tel projet²⁸. Plusieurs raisons le rendent actuellement utopique :

- D'abord parce qu'il faudrait convaincre les principaux pays de l'utilité de la coopération, et donc des avantages qu'ils pourraient en tirer. Or il n'est pas évident que les pays aujourd'hui en position de force, tels que le Japon ou la RFA, soient en état de comprendre ou même d'entendre ce genre d'argumentation.

- Ensuite parce qu'il faut s'entendre sur les objectifs essentiels de cette politique économique

27 - A partir du moment bien sûr où l'on a résolu le problème de compatibilité à long terme entre la stabilisation des changes et les évolutions monétaires internes. Cette idée est assez largement développée dans le rapport de politique monétaire du Commissariat au Plan que l'on a précédemment évoqué. On la retrouve également dans l'article que R. Raymond a publié dans le premier numéro de la présente revue. Cf. « La régulation monétaire par les taux d'intérêt dans les différents pays : justification et portée », *Revue d'Economie Financière*, juin 1987.

28 - J.-P. Landau, « La coordination internationale des politiques économiques », *Revue Française d'Economie*, été 1987.

S É L E C T I O N D ' A R T I C L E S E T D E L I V R E S

d'ensemble. Or la situation économique, démographique, politique des divers pays les conduit à apprécier différemment l'état des équilibres mondiaux, le niveau de croissance souhaitable, le taux d'endettement optimal...

● Enfin parce qu'il faudrait être capable d'évaluer assez précisément l'impact des diverses politiques possibles sur l'équilibre du système économique mondial. Avant de mettre en œuvre des actions concertées il est au moins nécessaire de s'accorder sur ce que l'on peut en attendre. Or les certitudes en ce domaine sont rares. Qui peut dire par exemple quelles seraient les conséquences approximatives d'une réduction rapide du déficit budgétaire américain, ou même dans quel sens les variations du dollar affectent la croissance économique mondiale? Plus encore, pour rendre la coordination crédible il faudrait que les Etats définissent un système de règles et d'objectifs intermédiaires qu'ils s'engagent à respecter. On retrouve alors les problèmes déjà évoqués à propos des politiques nationales, aggravés par la diversité des situations nationales²⁹.

La conclusion de J.-P. Landau est forcément assez pessimiste. Il se demande si les économies développées n'ont pas atteint un degré

d'intégration excessif au regard de leur capacité de gestion de cette interdépendance. Il observe par ailleurs que « la libéralisation des mouvements de capitaux s'est accompagnée, presque parallèlement, de restrictions toujours plus nombreuses aux échanges de biens ». Tout se passe donc comme si la libéralisation financière conduisait au protectionnisme! Dans les errements actuels des politiques économiques ce ne serait pas le moindre des paradoxes.

Depuis bien longtemps certains économistes répètent avec constance que la politique monétaire n'a pas vocation à dissoudre les déséquilibres qui relèvent de la sphère réelle de l'économie (tels que la rigidité des prix et des revenus, l'insuffisance ou d'inadaptation des capacités de production...) et se « reportent » sur les marchés du crédit. Selon eux la politique monétaire n'aurait guère que le pouvoir de donner une expression différente à ces déséquilibres, c'est-à-dire de les transformer en inflation ou en récession, selon qu'elle aura choisi de les avaliser ou de les contraindre. Ceux-là se feront aisément à l'idée des incertitudes nouvelles qui affectent la place et les conditions de mise en œuvre de la politique monétaire. Il n'empêche que dans la transformation des systèmes monétaires et financiers les états sont en train de perdre une part de leur contrôle sur les équilibres macro-économiques.

29 - Cette idée est développée dans une étude publiée par le Fonds Monétaire International par A. Crockett et M. Goldstein, « Strengthening the International Monetary System: Exchange Rates, Surveillance, and Objective Indicators », *Occasional Paper*, n° 50, février 1987.