

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

UN CHANGEMENT DE CAP

Ce sont là des éléments pleins d'incertitudes et de contradictions qui dominent aujourd'hui la scène économique et financière du Japon.

Pour l'instant, l'économie japonaise, avant le 2^e anniversaire de l'accord (du) Plaza, semble manifester un changement de cap dans des activi-

tés économiques et monétaires. Cette évolution se traduit ainsi :

- reprise plus nette de la conjoncture,
- excédent de la balance commerciale réduit,
- niveau des taux d'intérêt plus élevé.

Achévé de rédiger le 3 septembre 1987.

RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'ALLEMAGNE

Hans-Helmut KOTZ

Après des études dans les universités de Mayence et de Cologne, où il obtint son diplôme d'économie, Hans-Helmut Kotz a collaboré à un projet de la Commission des Monopoles, organisme public indépendant chargé d'observer les structures industrielles et la concurrence. Depuis 1983 M. Kotz est économiste à la

Deutsche Girozentrale — Deutsche Kommunalbank — de Francfort, où il est responsable, depuis mi-84, du département des Etudes Economiques et de l'Information. Hans-Helmut Kotz est membre, entre autres du Groupe de Conseil Economique de la Germain Savings Bank Organisation.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BUNDESBANK À LA CROISÉE DES CHEMINS ?

Apparemment affligé par la chute du marché boursier qui s'est produite au cours de la semaine qui a pris fin le 16 octobre, le responsable de l'éditorial du *Wall Street Journal* n'était pas loin d'envisager la possibilité « d'envoyer des troupes américaines de Kaiserslautern pour mettre le siège devant la Bundesbank » à Francfort (WSJ/Édition européenne, 19 octobre 1987, p. 8). En fin de compte, les autorités monétaires allemandes semblaient rester le dernier bastion où un contrôle monétaire quantitatif soit encore en vigueur. Cette obstination, poursuivait le commentateur, a pour résultat de mettre en péril « les progrès... si péniblement acquis sur la voie d'une stabilité des taux de change ».

À l'intérieur de la forteresse assiégée, le sentiment qui prévaut est différent. Là, l'objectif de stabilisation de l'unité de compte monétaire est proclamé comme une priorité dominante dans la sphère politique. De l'extérieur, l'allusion au spectre de l'hyperinflation allemande de 1923 (pour un bref exposé, voir Barro, 1984, p. 192), dont le souvenir devient de plus en plus lointain, semble inévitable. Mais, selon une interprétation plus convaincante, la priorité élevée accordée à ce bien collectif est devenue un trait marquant du *consensus social* à l'époque des années cinquante et soixante, dite du miracle économique (pour un

tableau concis, voir Barou/Keizer, 1984, pp. 70-75). Pendant cette période bénie, on n'a pas discerné de trade-off équivalant à celui qu'on exprimait ailleurs sous la forme de la courbe de Phillips. Dans ces conditions, la « Loi relative à l'encouragement de la stabilité et de la croissance » (1967) accordait un rang égal aux objectifs d'emploi, de croissance, d'équilibre extérieur et de stabilité des prix. Toutefois, la Bundesbank s'estimait davantage engagée par les statuts qui l'avaient fondée (en 1957) et qui insistaient, sans aucune ambiguïté, sur sa mission primordiale : maintenir le pouvoir d'achat du DM contre toute atteinte extérieure et intérieure. Cette interprétation impliquait un clair partage des responsabilités. Pour la Bundesbank, cela signifiait que l'étalon de la réussite ou de l'échec était la limitation des processus inflationnistes. A cette époque, on s'accordait généralement sur le fait qu'une augmentation de 2% de l'indice des prix à la consommation correspondait à peu près, dans la pratique, à un taux d'inflation optimal.

Ligotée par les règles du système de Bretton Woods, qui l'obligeait à acheter des dollars des Etats-Unis, comme cela s'est produit tout spécialement dans la période qui a pris fin en mars 1973, la Bundesbank se trouvait quasiment dans l'impossibilité de continuer à plafonner l'offre de monnaie centrale. Avec le passage à des taux de change flottants et, du même coup, à une autonomie complète, la Bundesbank tira parti de la possibilité qui s'offrait d'adopter une approche à moyen terme, comportant des objectifs de progression de la masse monétaire annoncés à l'avance.

C O N J O N C T U R E É T R A N G È R E

La section suivante résume brièvement l'opinion éclectique soutenue par la Bundesbank et esquisse les développements intervenus au cours des deux dernières années, jusqu'en septembre 1987. Il paraît utile de souligner que même sous l'empire d'une prétendue orientation monétariste, la Bundesbank a suivi une approche assez souple : la crédibilité ne se renforçait pas du fait de l'adoption d'une stratégie claire tenue contre vents et marées, mais grâce à des réactions discrétionnaires relatives à un *spectre* d'indices (dominé par le taux de change), réactions éclairées par l'objectif ultime. Enfin, la dernière section expose les questions qui sont discutées aujourd'hui. Elle se concentre, après qu'on a dépassé les plages assignées aux objectifs, sur la question de savoir si la Bundesbank se trouve à une croisée des chemins qui exigerait l'abandon de ses objectifs monétaires intermédiaires.

La philosophie monétaire de la Bundesbank est exposée d'une façon concise et qui fait autorité dans plusieurs articles rédigés par les membres de son Directoire (voir, notamment, un article récent du vice-président de la Bundesbank, le professeur Schlesinger (1987), ainsi qu'un article de H.J. Duder (1984). L'idée de base est que, à moyen terme, des processus inflationnistes, c'est-à-dire une dépréciation courante de la valeur de la monnaie, supposent que la masse monétaire s'accroît plus vite que le produit réel potentiel. Par cela la Bundesbank vise à offrir une quantité de moyens de financement telle qu'elle augmente la demande globale nominale au même rythme que le produit global potentiel. En annonçant à l'avance des objectifs monétaires, la Bundesbank s'efforce de consolider les anticipations, c'est-à-dire de les stabiliser donnant ainsi un exemple.

OBJECTIF ET AGRÉGATS MONÉTAIRES

La tonalité semble ici assez proche de celle, bien connue, des monétaristes (partisans de la théorie quantitative). Mais compte tenu des effets de rhétorique, la politique de la Bundesbank révèle sa préférence pour la course à moyen terme. Son *objectif* intermédiaire n'est pas construit sur la base monétaire. A la place, la Bundesbank a cherché à contrôler un agrégat qualifié de quantité de monnaie centrale (QMC) — qui est beaucoup plus loin de l'origine du mécanisme de transmission des impulsions monétaires. Si on tient compte de la

dérivation de l'objectif annoncé, cette procédure, quel que soit le critère opératoire retenu, est pratiquement impossible à distinguer de la fixation d'un objectif pour le PNB nominal. La QMC sert simultanément d'indice monétaire — mais, rappelons-le, ce n'est pas tout à fait celui des manuels.

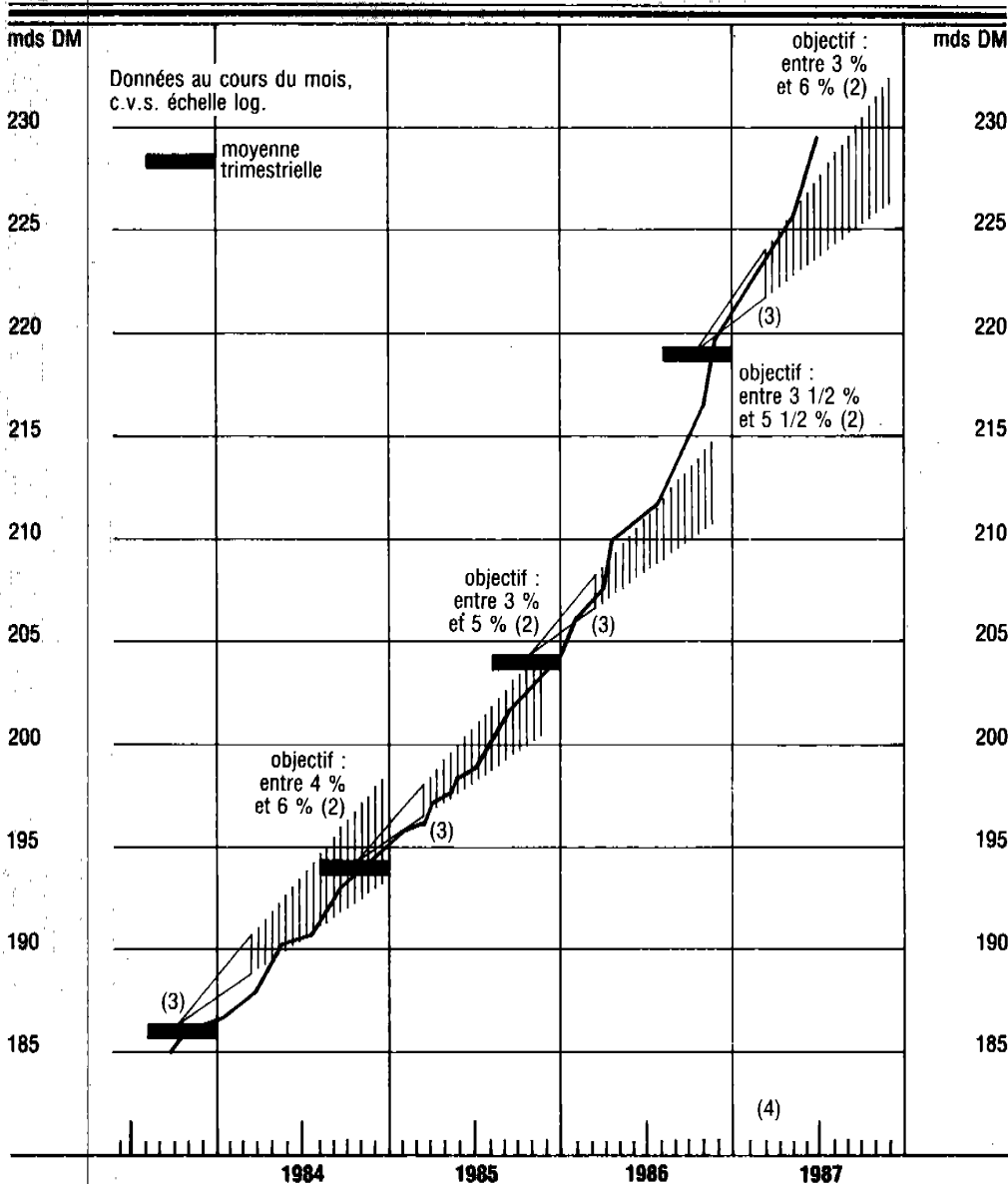
Récemment, Dieter Duwendag (1987) a avancé un argument intéressant en ce qui concerne les critères qui, selon toute probabilité, ont régi le processus de sélection de cet objectif. La QMC, qui est grosso modo définie par M3, mais à l'aide d'un système de pondération centré sur la liquidité, a une propriété particulièrement remarquable : elle témoigne, si on la compare aux autres candidats possibles, d'une élasticité (absolue) relativement faible par rapport au revenu et au taux d'intérêt. Les agrégats monétaires qui offrent de telles caractéristiques élargissent le champ de la politique du taux d'intérêt. Puisque le système de gestion monétaire impose une contrainte sur les possibilités d'agir sur le taux des prêts, l'élasticité d'intérêts peu élevés de la QMC renforce la marge de manœuvre de la Bundesbank.

Evidemment, le choix d'une *plage* pour l'objectif, qui a été adoptée en 1979, tempère encore davantage l'inspiration monétariste de la démarche. On est là en présence du revers de la médaille : cette plage élargit le pouvoir discrétionnaire de la Bundesbank. Ce qu'on a qualifié d'entonnoir monétaire ne s'est jamais justifié par des problèmes techniques de contrôle. Les arguments avancés ont plutôt insisté sur le caractère indispensable des jugements auxquels devaient procéder les autorités monétaires dans leur action afin de tenir compte des répercussions sur le taux d'intérêt et le taux de change.

Il est intéressant de noter que, jusqu'à l'an dernier, la Bundesbank a utilisé ce qu'on a appelé « le taux inévitable d'augmentation du niveau des prix », expression compliquée désignant l'estimation officielle du noyau de taux d'inflation central, ou même optimal. Enfin, la Banque centrale allemande a fait preuve au moins depuis 1985 d'une démarche assez souple dans l'évaluation des objectifs. L'an dernier, quand la QMC a dépassé la borne supérieure de la plage, qui indiquait le taux d'accroissement de la masse monétaire estimé supportable, de plus de deux points en pourcentage, la Bundesbank a réagi en *déplaçant* la base et en *élargissant* la plage (voir figure 1). En d'autres termes, le nouvel objectif fut fixé au niveau du

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

GRAPHIQUE N° 1 :
CROISSANCE DE LA QUANTITÉ DE MONNAIE CENTRALE⁽¹⁾
Objectif et évolution courante



99

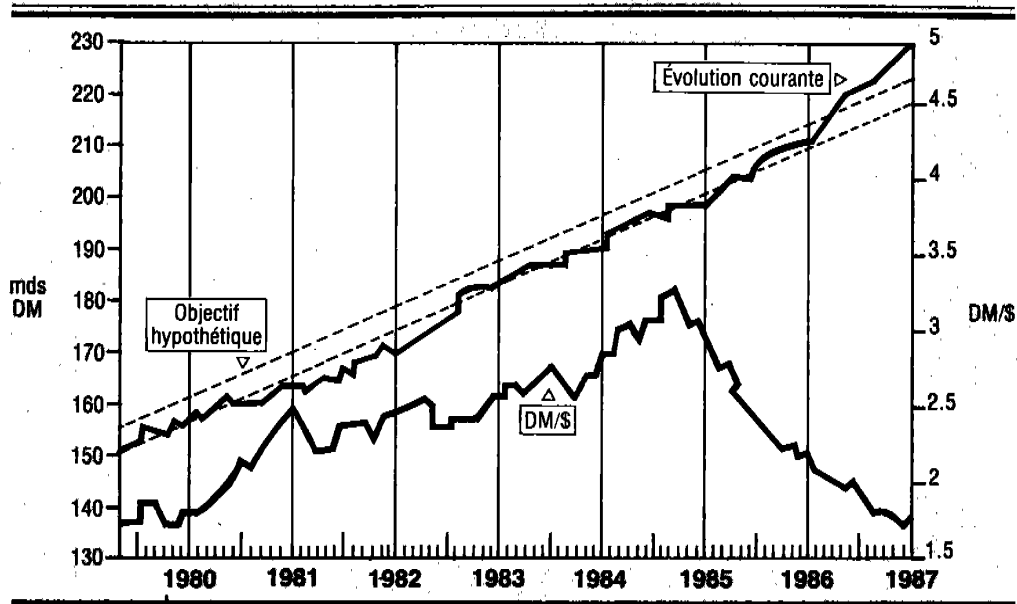
(1) Billets et monnaies en circulation (sans les encaisses des banques composées de billets et monnaies allemands) plus montant des réserves obligatoires à constituer sur les engagements envers les résidents (évaluées en fonction de coefficients de réserve constants-base janvier 1974), sans les obligations de banques donnant lieu à la constitution de réserves.

(2) Du 4^e trimestre de l'année précédente au 4^e trimestre de l'année en cours.

(3) La fourchette de croissance n'a pas été hachurée jusqu'au mois de mars, car l'expansion de la quantité de monnaie centrale subit en général de fortes fluctuations à la fin et au début de l'année. D'après les calculs de la Bundesbank, la moyenne des écarts occasionnels par rapport à la tendance suivie n'est plus supérieure à partir du printemps à la largeur de la fourchette.

(4) Chiffres provisoires.

GRAPHIQUE N° 2 :
CROISSANCE DE LA QUANTITÉ DE MONNAIE CENTRALE,
Objectif hypothétique et évolution des taux de changes



100

résultat obtenu, qui était plus élevé que ce qu'on avait prévu. Et la clause de sauvegarde, c'est-à-dire la plage discrétionnaire, fut élargie pour passer de deux à trois points en pourcentage.

Cependant, la QMC dépasse aujourd'hui le niveau atteint en moyenne lors du quatrième trimestre de 1986 d'un taux, ajusté des variations saisonnières, de 7,8 % ce qui la place encore à 1,8 points en pourcentage au-dessus de l'objectif. Le niveau atteint par la QMC en septembre se situe déjà au-delà de la plage qui avait été estimée tolérable pour l'ensemble de l'année à venir en décembre 1986. Si on le compare à la limite supérieure de la plage prévue pour l'objectif pour 1986, le taux, exprimé en rythme annuel, atteint 10,5 %, ce qui équivaut à un « coefficient d'erreur de tir » de 75 %. Une perspective à moyen terme manifeste encore plus clairement à quel point la politique suivie a été celle d'une réponse flexible.

La ligne de l'objectif hypothétique (figure 2) montre une stricte adhérence aux buts annoncés. L'arbitraire est bien sûr inévitable dans la conception d'un tel cadre de référence : l'objectif hypothé-

tique montre une QMC croissante, à partir du dernier trimestre de 1979, avec le point médian de l'objectif officiel, et une marge de contrôle de 1 %. Ce graphique, (figure 2) montre clairement que, jusqu'au printemps de 1985, date à laquelle le taux de change du DM contre le dollar a atteint son sommet, la Bundesbank a suivi une politique d'évolution modérée, ou même restrictive, de la QMC. Depuis cette date, le taux courant, exprimé en rythme annuel, est resté au-dessus des prévisions. A ce point de jonction, le prix relatif du Deutschmark exprimé en dollars devenait un but de politique monétaire. Cela impliquait une marge plus faible pour la gestion indirecte de la QMC au travers de taux d'intérêts fluctuants. Les difficultés à atteindre l'objectif de la QMC ne relèvent pas, de toute évidence, d'une pure coïncidence. Insistons sur le fait qu'on ne saurait nullement voir là, comme on le soutient dans la dernière section, une critique de la politique de la Bundesbank.

Ces développements ont débouché sur des discussions intenses, qui se poursuivent actuellement, à propos d'autres démarches possibles que

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

celle qui est suivie aujourd'hui par la Bundesbank. Dans les cercles universitaires, les arguments se sont concentrés sur la stabilité des différentes fonctions de demande de monnaie (voir la discussion entre Buscher/Schroder et Neumann (1983)). Evidemment, les résultats dépendaient des techniques de vérification utilisées. Certaines démarches ont abouti à une règle de décision impliquant un délai de réaction de quatre ans (pour l'absence de degrés de liberté) qui, comme par hasard, correspondait à un cycle électoral normal.

Certains économistes d'entreprise, affichant leur attachement pour le pragmatisme, ont avancé toute une série d'arguments favorables à la démarche de réaction flexible (voir Kotz/Simmert 1986). Cela a été provoqué par un moyen de déchiffrement profondément enraciné dans l'auditoire de la Bundesbank que *seule* une politique consistant à coller à l'objectif moyen de progression de la masse monétaire était une sauvegarde contre une érosion du pouvoir d'achat par l'inflation. Les plus chauds partisans de cette idée soutiennent donc que la Bundesbank risque de compromettre sa crédibilité en adoptant l'attitude qu'on a exposée. Certains monétaristes ont ainsi recommandé un durcissement strict des taux du marché monétaire. Cela ramènerait l'évolution suivie par la masse monétaire sur le sentier prévu, dissiperait les anticipations inflationnistes et réduirait la prime d'inflation intégrée dans la courbe de rendement. Finalement, les taux à long terme baisseraient et la croissance s'en trouverait encouragée.

UNE POLITIQUE MONÉTAIRE FLEXIBLE FACE À L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS

À la date où ces lignes sont écrites (le 19 octobre 1987), tous les écrans montrent l'anxiété qui gagne dans le monde entier les marchés des actions et des obligations. En conséquence, les acteurs du marché apprécient vivement que la Bundesbank n'éprouve pas l'envie de tester empiriquement ce remède. Il faut ajouter qu'*aucune* raison technique ne s'oppose à une démarche visant à contenir tout débordement de la QMC. Comme Aglietta (1987) l'a souligné en quelques mots, la structure du système monétaire allemand assiste la démarche suivie par la Bundesbank. Les conséquences supposées contiennent la demande d'une politique plus rigoureuse.

Il est possible de résumer clairement les principaux arguments qui viennent à l'appui de la

stratégie de la Bundesbank. Ainsi que l'a montré Benjamin Friedman (1977), il est inefficace pour des autorités monétaires de s'en tenir à une seule variable d'information quand l'environnement est incertain, que cette variable soit les taux d'intérêt (en cas d'écart relativement grand dans les choix de portefeuille) ou les chiffres relatifs à la masse monétaire (en cas d'une dispersion relativement plus importante des variables réelles autour de leur tendance).

En outre, dans une situation de désinflation, les agrégats monétaires ont tendance à devenir des objectifs trompeurs et insaisissables : des taux d'inflation plus faibles se traduisent par une réduction des coûts d'opportunité associés à la détention d'argent liquide. Le pilotage automatique se transforme en Pierre de Rosette : quand l'objectif ultime (la stabilisation du niveau des prix) est atteint, QMC déborde de sa plage. Qui plus est, la préférence plus élevée pour la liquidité révèle en partie certaines incertitudes quant à l'évolution future des taux d'intérêt, c'est-à-dire quant aux perspectives de plus-value.

De ces faits, on ne pourrait guère déduire que la situation est propice à l'inflation. Chemin faisant, il est intéressant de noter que les arguments de la Bundesbank relatifs à l'instabilité du niveau des prix se fondent d'habitude sur une interprétation d'inflation en notions d'une théorie *costpush* coûts (coûts salariaux, productivité, termes de l'échange). Ce n'est guère étonnant, étant donné que les variables monétaires de stock (même si on utilise les fonctions de retard qui conviennent) sont d'assez médiocres prédicteurs de l'inflation.

Enfin, les marchés ne sont pas inertes. Les régularités statistiques tendent à s'évanouir après qu'on ait tenté de les exploiter (loi de Goodhart : voir notamment Goldfinger (1986, p. 378)). Cela laisse une grande marge de manœuvre, et exige même des jugements explicites et intelligibles (pour une position exprimée de façon concise et, évidemment, fondée sur un raisonnement impeccable, voir Tobin (1987)). Il ne s'agit pas ici de masquer les difficultés auxquelles se heurte la démarche suivie par la Bundesbank. Toutefois, pour prendre un exemple, ceux qui lui conseillent de stabiliser les taux de change nominaux devraient prendre garde au principe de cohérence : des mesures interventionnistes sur les marchés des changes impliquent — tacitement du moins — la

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

perte de maîtrise de l'objectif relatif à la QMC. La Bundesbank ne peut utiliser tous ses leviers d'actions indépendamment les uns des autres : lorsqu'il y a deux objectifs et un seul instrument, un équilibre doit être atteint. Si on tient compte des effets « secondaires » internationaux, des raisons pressantes poussent à ne pas tenter de mettre en œuvre le monétarisme dans un seul pays. Aux époques de turbulence, le jugement est un bien rare et précieux. Et les règles simples pourraient bien être le moyen le plus rapide d'aboutir à une

catastrophe. Dans ces conditions, la Bundesbank doit s'en tenir à sa démarche de réaction flexible, qui comprend le fait de conserver l'œil ouvert sur d'autres indices, afin de « réduire le risque de commettre une grave erreur ». Mais il faut stabiliser les anticipations en expliquant pourquoi ces développements sont — comme le disent fort justement Dornbusch et Fischer (1987) — « cohérents avec les objectifs ultimes de la politique économique ».

Achévé de rédiger le 19 octobre 1987.

RÉFÉRENCES

Aglietta, M. (1987), *Structures économiques et innovation financière*, *Revue d'Economie Financière*, vol. 1, n° 2.
Barou, Y/ Keiser B. (1984), *Les Grandes Economies*, Seuil, Paris.
Barro, R. (1984), *Macroeconomics*, John Wiley, New York et al.
Buscher, H.S./ Schroder W. (1983), *Instabilität der Geldhaltung stellt Geldmengenregel in Frage*, in *Wirtschaftsdienst*, 6/1983, pp. 309.
Dornbusch, R./ Fischer S. (1987), *Macroeconomics*, Mac Graw-Hill, New York et al.
Dudler, H.J. (1984), *Geldpolitik und ihre theoretischen Grundlagen*, Knapp, Frankfurt.
Duwendag, D. (1987), *Das Konzept der Deutschen Bundesbank, Zwischen Geldmengenzielen und zinspolitischer Flexibilität*, à publier dans : *Beihefte zu Kredit und Kapital*.

Friedmann, B.M. (1977), *The Inefficiency of Short-Run Monetary Targets for Monetary Policy*, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2/1977.

Goldfinger, J. (1986), *La géofinance*, Seuil, Paris.
Kotz, H.H./ Simmert D.B. (1986), *Monetäre Steuerung geht über die Korridore hinaus*, *Borsen-Zeitung* du 16 décembre 1986.

Neumann, M.J.N. (1983), *Stabilität von Geldnachfrage und Geldpolitik*, dans : *Wirtschaftsdienst* 8/1983, p. 415.

Schlesinger, H. (1987) : *Das Konzept der Deutschen Bundesbank*, à publier dans : *Beihefte zu Kredit und Kapital*.

Tobin, J. (1984), *Monetary Policy in an Uncertain World*, dans : J. Tobin (1987), *Policies for Prosperity, Wheat-sheaf*, Brighton.

102

ROYAUME-UNI

Christopher JOHNSON

Christopher Johnson a fait ses études à Magdalen College, Oxford, et est diplômé en philosophie, politique et économie. Journaliste au Times et au Financial Times, il en fut le correspondant à Paris, le rédacteur en chef avant de devenir l'un des directeurs de l'entreprise. Entré à la Lloyds Bank comme conseiller économique en 1977, il prend les fonctions de Chief Economic Adviser en septembre 1986. Il dirige la publication des revues économiques de la banque.

"Visiting professor" d'économie à l'Université de

Surrey, membre du conseil de la Royal Economic Society, Christopher Johnson est également conseiller du "Treasury Select Committee" de la chambre des Communes, président du Comité Exécutif de l'Institut des Etudes fiscales, et membre des comités Conjoncture économique et Europe de la confédération de l'Industrie Britannique. Auteur de *Anatomy of UK Finance (1977)* et *North Sea Energy Wealth (1979)*, son dernier livre *Measuring the Economy* sera publié au printemps 1988.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET BANCAIRE DEPUIS LA VICTOIRE DE MARGARET THATCHER AUX ÉLECTIONS DE JUIN

La politique monétaire de l'Angleterre se résume très simplement : le Monétarisme est mort ; vive le Thatchérisme. Le taux de change plutôt que les agrégats monétaires est devenu l'objectif de cette politique de pragmatisme ; précisons qu'il s'agit du taux sterling-DM ce qui fait rêver

les partisans de l'adhésion au mécanisme de taux de change du Système Monétaire Européen.

Grâce à un mélange de bonne chance et d'intervention bien jugée, on a pu maintenir la livre dans la bande DM2.90-3.00 depuis les accords du Louvre en février 1987. Dans la première moitié de 1987, avant la victoire de Mme Thatcher, la Banque d'Angleterre a été contrainte d'amasser une douzaine de milliards de dollars pour le compte des réserves officielles, qui ont atteint £35 milliards fin juin. Sans cela, la livre