

LES POLITIQUES MONÉTAIRES AU COURS DU CYCLE ÉCONOMIQUE

JEAN-PIERRE PATAT ET JACQUES BOZZI*

Après plusieurs années de croissance lente et hésitante, les pays industrialisés connaissent à partir de la mi-86 un cycle particulièrement typé, dont la vigueur, tant dans le sens de la croissance que dans celui de la récession, a tenu à plusieurs facteurs.

La baisse du prix de l'énergie (le prix du baril de pétrole passera entre 1985 et 1986 de 28,1\$ à 14,5\$), puis l'injection de liquidités sur les marchés, et ce faisant dans l'économie, induite par les interventions de certaines banques centrales pour éviter une crise bancaire après le krach boursier d'octobre 1987, enfin des perspectives stimulantes liées au processus de mise en œuvre du "Grand marché Européen" dans le cadre de l'acte unique européen, ont été autant de facteurs favorables à un redémarrage, puis un renforcement de la croissance qui, sur les exercices 88 et 89, a dans la plupart des pays été proche de 4%.

Inversement, le regain des tensions inflationnistes aux Etats-Unis, en Angleterre et dans les pays d'Europe du sud a miné les fondements de la croissance ; surtout, l'explosion de la distribution du crédit, observée partout, quoiqu'à un moindre degré en France et en Allemagne et sa contrepartie, partielle mais importante dans le gonflement de la constitution d'actifs financiers, ont rendu plus fragile la situation financière des agents économiques. Les entreprises et les ménages ont contracté un endettement massif ; les établissements de crédit ont été confrontés à des risques de plus en plus tangibles et de plus en plus lourds ; tous ont été menacés de pertes sur actif importantes que recelait la bulle financière et immobilière.

Mais plus que son caractère accusé et contrasté, ce qui peut le caractériser le cycle récent c'est qu'il a sans doute été le premier qui, depuis la dernière guerre, ait été à ce point généralisé. Des économies telles la France, l'Italie et dans une moindre mesure l'Allemagne où des modalités de gestion plus ou moins interventionnistes avaient contribué dans le passé à lisser les évolutions se sont trouvées très sensiblement affectées par les fluctuations conjoncturelles. Ces similarités de situation, même si

51

* Respectivement Directeur général adjoint des études et Directeur des études économiques et de la Recherche de la Banque de France.

des décalages dans le temps ont pu être observés, en partie dus à l'impact de la réunification allemande sur la conjoncture d'Europe continentale, illustrent la perte d'autonomie dans la mise en œuvre des politiques économiques que les pays ont subi avec l'internationalisation croissante.

Cette perte d'autonomie aurait dû également affecter les politiques monétaires, avec la déréglementation financière et la disparition des contrôles de change. Cela était évident pour les pays dont la monnaie était soumise à un objectif de taux de change, à l'intérieur du Système Monétaire Européen notamment ; mais même la gestion des pays à monnaie "flottante" aurait dû également prendre en compte la problématique nouvelle introduite par l'internationalisation. Cela ne fut pas le cas et les politiques monétaires ont été particulièrement divergentes.

Deux conceptions ont prévalu, surtout lorsque le cycle s'est retourné et que la récession s'est concrétisée : l'une demeurant centrée sur la stabilité des prix, l'autre de nouveau plus attentive aux problèmes de la croissance. Leurs mises en œuvres ont toutes les deux eu leur limite car les politiques monétaires ont dû finalement compenser la dérive des politiques budgétaires afin de rééquilibrer le *policy mix*, de sorte qu'elles ont, dans tous les cas, été surdimensionnées : surdimensionnées dans le sens de la rigueur, les politiques monétaires attachées à la première conception ont limité les excès de l'endettement et du gonflement du prix des actifs financiers et contribué ainsi à atténuer l'ampleur de la récession, mais elles n'ont pas apporté à la reprise attendue en fin de cycle le signal psychologique jugé, par beaucoup, de nature à débloquer les comportements ; surdimensionnées dans le sens du laxisme, afin de stimuler la reprise de la demande, les politiques monétaires se prévalant de la seconde conception ont permis de réduire les charges d'endettement voire de restaurer la situation financière des intermédiaires financiers, sans que l'on puisse affirmer que cela ait été un facteur décisif de reprise de la demande.

52

Deux conceptions de plus en plus divergentes de la politique monétaire

Au milieu des années 80, un consensus semblait se faire pour assigner à la politique monétaire une mission simple et bien définie : assurer la stabilité des prix.

Après plus de deux décennies caractérisées par des politiques monétaires axées sur la recherche d'un arbitrage optimum croissance/inflation, l'inefficacité, voire les méfaits de plusieurs actions de relance avaient mis en relief le caractère contreproductif des mélanges de genre, et l'inaptitude, ou en tout cas une capacité très réduite de la politique monétaire pour stimuler ou renforcer la croissance économique¹.

1 "On ne peut pas pousser avec une ficelle" disent certains économistes américains.

En revanche et en particulier dans un univers largement "marchéisé" et où seuls des repères clairs pouvaient influencer favorablement les anticipations, la politique monétaire, avec un objectif nettement identifié de recherche de l'inflation minimum, retrouvait un terrain de manœuvre propice à sa vocation. Cela, comme la simplicité, la compréhension, du message ainsi adressé à tous les acteurs économiques, en améliorant sa crédibilité était de nature à renforcer son efficacité.

Ce recentrage de la politique monétaire a prévalu lors de la phase ascendante du cycle et les banques centrales des pays industrialisés ont toutes, après 1987, mis un terme à la détente des conditions monétaires observée depuis 1982 et momentanément amplifiée dans la période qui suivit immédiatement le krach d'octobre ; afin de limiter les pressions inflationnistes qui se manifestaient de nouveau, les taux d'intérêt à court terme augmentèrent vivement en Europe continentale, en particulier en Allemagne, mais également aux Etats-Unis ainsi qu'au Japon où le souci de mettre un terme à la "bulle spéculative" sur le marché boursier et immobilier, était manifeste.

Le retournement conjoncturel devait amener un clivage très net entre les pays où, de nouveau, l'on assignait à la politique monétaire un rôle actif de stimulation de l'économie et ceux où l'on s'en tenait à sa mission recentrée. Dans tous les cas, on peut estimer qu'il s'est agi d'un choix largement guidé par les circonstances, mais également facilité par sa concordance avec un environnement théorique dominant.

Les pays ne fixant pas à leur taux de change d'objectif de stabilité étaient évidemment les plus préparés à ce comportement "flexibiliste". Mais des facteurs internes plus spécifiques entraient également en ligne de compte. Aux Etats-Unis, il fallait à tout prix, dans une période préélectorale où les débordements étaient toujours possibles, empêcher les pouvoirs publics de céder à la tentation d'une relance budgétaire alors que les marges de manœuvre étaient, dans ce domaine, inexistantes. Au Japon, l'ampleur du retournement conjoncturel inquiétait dans une économie habituée de longue date à des taux de croissance économique élevés.

En Angleterre, ce choix fut retardé avec l'adhésion de la Livre au SME, puis accepté avec allant lorsque disparut, après septembre 1992, ce qui fut alors rétrospectivement perçu comme une contrainte.

En Europe continentale, en revanche, l'incidence, d'abord largement positive sur l'activité de la réunification allemande, conforta le choix du maintien de l'orthodoxie. Ce choix ne devait pas fondamentalement être remis en cause, lorsque la récession intervint, plus tardivement qu'ailleurs mais bien réelle, et même la réforme des modalités de fonctionnement du SME ait théoriquement offert des marges supplémentaires en matière de gestion du taux de change.

2. La politique monétaire en Europe continentale

Dès le début du cycle, c'est-à-dire en phase ascendante de la conjoncture, il y a eu consensus en Europe continentale sur la nécessité de maintenir la hausse des prix dans des limites acceptables, et donc de conserver les acquis des efforts réalisés auparavant. Cela s'est traduit par la mise en œuvre, très tôt dans le cycle, d'une politique restrictive pour éviter que l'accélération de la croissance ne retentisse sur l'inflation.

La politique monétaire en Europe s'est caractérisée après 1987 non seulement par la simultanéité des politiques restrictives mais aussi par le consensus sur le point d'appui, en faisant du taux de change le point d'ancrage. Le maintien de la stabilité externe était l'instrument privilégié de la politique monétaire. Il l'était par ses effets habituels directs, avec notamment la maîtrise des prix importés mais aussi par ses effets indirects en bénéficiant de la crédibilité des politiques des pays les mieux placés. Par le jeu des taux de change fixes du mécanisme de change du SME, la politique monétaire allemande, qui bénéficiait d'une double tradition de sérieux et d'indépendance était certes confortée dans son rôle de référence et de pivot du système. Il s'agissait néanmoins d'une adhésion volontaire des autres pays membres d'Europe continentale à une discipline considérée comme le moindre coût pour obtenir la stabilité des prix.

54

L'objectif de stabilité de la valeur externe de la monnaie était complété dans les grands pays, par un objectif interne relatif à l'évolution des agrégats de monnaie. Cette surveillance des agrégats monétaires, relativement superflue dans les petits pays à l'économie très ouverte, a constitué le second volet de l'engagement des Autorités monétaires en France, en Italie et bien entendu en Allemagne. Bénéficiant d'un assentiment de plus en plus large dans la première phase du cycle, cette politique a rencontré un succès indéniable. La stabilité des taux de change s'est affirmée. Aucun réalignement majeur n'intervenait dans le mécanisme de change (MCE) et bien au contraire son attrait était renforcé : la peseta adhérait au MCE en 1989 et en janvier 1990 la lire italienne rejoignait la bande étroite du dispositif. La hausse des prix restait contenue malgré le dynamisme de l'activité.

La réunification allemande allait modifier profondément les données de la politique européenne. Faisant disparaître brutalement l'excédent courant allemand, ce processus allait prolonger et même accélérer la phase ascendante du cycle conjoncturel en Allemagne et soutenir également l'activité chez les principaux partenaires commerciaux, dont la France et les pays du Bénélux.

L'impact de la réunification sur la demande, l'expansion monétaire, le budget et les prix allait déclencher une réaction sévère et préventive des Autorités monétaires allemandes qui relevaient les taux d'intérêt. Cette

orientation était comprise et suivie par les partenaires qui décidaient de maintenir leur choix de long terme en faveur de la stabilité, même s'il fallait accepter temporairement une augmentation des taux d'intérêt réels à court terme. Le choix apparaissait si peu discuté que le Royaume-Uni décidait à son tour, en octobre 1990, de faire entrer la livre sterling dans le MCE.

Par la suite, lorsque le retournement conjoncturel s'est confirmé, l'assouplissement attendu de la politique monétaire s'est heurté à la spécificité de la situation en Allemagne où la hausse des prix avait tendance à s'accélérer, sous l'effet en partie, de mesures fiscales. Dès lors les contraintes d'un système asymétrique auquel l'adhésion n'était pas remise en cause, sont devenues plus pesantes. Elles le sont devenues d'autant plus que la meilleure performance en matière de prix de plusieurs pays et notamment de la France se traduisait par des taux d'intérêt réels à court terme plus élevés qu'en Allemagne alors que les taux nominaux restaient voisins.

Les divergences de situation, voire d'appréciation depuis le début de 1992, finissaient par provoquer une crise aiguë au sein du SME en septembre 1992. La sortie de la livre sterling et de la lire, fortement surévaluées, du MCE n'entamait pas néanmoins la résolution des autres participants de continuer à assigner l'objectif prioritaire de stabilité à la politique monétaire.

55

La politique monétaire aux Etats-Unis

Les objectifs fixés par la loi au Système fédéral de réserve sont multiples. Ils portent aussi bien sur la production, que sur l'emploi et la stabilité des prix, il n'est donc pas trop surprenant de constater les inflexions de la politique monétaire américaine en liaison avec les différentes phases du cycle économique. Cela a souvent été l'attitude de la Réserve fédérale qui entend toujours exercer son jugement sur les priorités à respecter en fonction des circonstances. Dès lors, que l'on basculait de l'expansion à la récession vers 1990, la politique américaine allait évoluer de façon différente de celle de l'Europe. Toutefois, au delà de ces adaptations à la conjoncture, il semble qu'il y ait eu également une modification plus fondamentale des analyses et des méthodes. Le Président Greenspan allait se révéler d'emblée un adepte de la gestion fine en s'appuyant sur une large batterie d'indicateurs.

La stabilisation du dollar de 1987 à début 1989, paraissait établie comme un point d'appui des politiques monétaires dans le cadre de la coopération internationale du G7. Les autorités américaines en effet avait relevé leurs taux d'intérêt comme en Europe lors de la phase ascendante du cycle. Mais dès le printemps 1989, la banque centrale américaine allait

commencer à baisser ses taux d'intérêt, sur les premiers signes de dégradation de l'emploi. Dès lors, la politique monétaire des Etats-Unis allait à nouveau négliger le taux de change et mettre en avant la préoccupation de réussir "l'atterrissage en douceur" de l'économie.

Les taux à court terme (Fed funds) allaient être ramenés de plus de 10% en 1989 à 6% en avril 1991, date de la fin officielle de la période de récession (juillet 1990 - mars 1991). Fait nouveau par rapport à des cycles précédents, la baisse des taux à court terme était poursuivie alors même que la reprise était amorcée.

Les taux à court terme allaient encore être ramenés à 3%, soit le niveau le plus bas depuis le début des années soixante.

Au total, le desserrement de la politique monétaire (plus de 7 points entre 1987 et 1992) a été plus marqué que dans les cycles précédents (3 ou 4 points). La faiblesse relative de l'emploi explique sans doute largement cette évolution. Mais la Réserve fédérale insiste aussi sur la nécessité de dénouer des problèmes structurels et en particulier celui de l'endettement qui avait pris, il est vrai, des proportions beaucoup plus considérables aux Etats-Unis ou au Japon, qu'en Europe continentale.

Orientée surtout sur le retour de la croissance, cette politique a abouti au retour de taux d'intérêts réels proches de zéro à court terme. Autre particularité et autre divergence avec la politique européenne, la surveillance des agrégats monétaires ne constitue plus un guide pour l'action des Autorités mais seulement une indication. Ces dernières font valoir elles mêmes que les liens entre les agrégats et l'évolution de l'économie se sont distendus. Rappelons qu'en 1992 et cette année, la croissance de M2 et de M3 est inférieure aux fourchettes d'objectifs, ce qui montre d'ailleurs qu'une baisse des taux d'intérêt ne suffit pas nécessairement à faire progresser rapidement les agrégats larges.

Si l'accent mis sur les objectifs internes de croissance à court terme a certainement été facilité par le contexte de faibles anticipations inflationnistes aux Etats-Unis et dans le monde, il reste que la politique américaine s'éloigne nettement de la fonction d'ancrage des anticipations à long terme qui prévaut en Europe. Une telle évolution est-elle dictée uniquement par le souci d'adaptation au cycle conjoncturel ou découle-t-elle également d'un changement de conception sur le rôle même de la politique monétaire? Tout se passe comme si effectivement les Autorités monétaires s'efforçaient maintenant en priorité de stabiliser les variations du PIB.

La politique monétaire au Royaume-Uni

Les changements d'orientation brutaux constituent certainement la caractéristique de la politique monétaire britannique menée au cours des

années récentes ; la surchauffe du début de cycle (1986-1989) n'a été perçue que tardivement et les taux directeurs n'ont été relevés qu'à partir de la mi-1988. Face à une forte expansion du crédit, le contrôle des agrégats monétaires-cibles, qui ont d'ailleurs souvent été modifiés, n'a pas eu les résultats escomptés, les objectifs étant le plus souvent dépassés.

La politique monétaire a alors été fortement durcie, avec une remontée du taux de base de 7,5% en mai 1988 à 15% en octobre 1989. Dans ces circonstances le taux de change a semblé un point d'ancrage approprié pour limiter la variabilité des taux d'intérêt et stabiliser les anticipations inflationnistes. Après une période de liaison informelle, la livre rejoignait formellement le MCE en octobre 1990 avec une parité sans doute trop élevée (2/95 DEM pour 1 livre). Néanmoins, la banque d'Angleterre était en mesure d'abaisser de 15% à 10% ses taux directeurs entre octobre 1990 et mai 1992.

Compte tenu du très fort endettement des ménages britanniques à taux variable, cette baisse de cinq points allait contribuer à la reprise de l'économie dès le deuxième trimestre de 1992, après deux années de récession. Cette reprise est donc intervenue alors même que la livre était encore dans le MCE et donc sensiblement avant sa sortie en septembre 1992.

La sortie de la livre constitue donc un retournement profond de stratégie, même si les Autorités, contraintes de proposer un nouvel ancrage, se fixent désormais un objectif explicite de hausse maximum de prix. La progression de l'indice, hors taux hypothécaires, devra se maintenir en permanence entre 1% et 4%. Pour le moment, les effets retardés de la récession pèsent encore sur les prix à la consommation mais les tensions résultant notamment de la dévaluation brutale de la livre sterling après le décrochage de la politique monétaire, risquent de se manifester plus tard.

On soulignera à cet égard que les taux d'intérêt à long terme britanniques s'établissent nettement au-dessus des taux allemands et français correspondants. C'est d'ailleurs cette crainte de remontée des taux à long terme, alimentée par le dérapage budgétaire (cette année le déficit atteindrait environ 8% du PIB), qui a conduit les Autorités monétaires à laisser les taux à court terme à 6%, sans modification, depuis janvier 1993.

En fait, la politique monétaire britannique, après s'être rapprochée du modèle de l'Europe continentale, s'en est à nouveau éloignée, pour aller dans le sens de la politique américaine. Toutefois, par son insertion en Europe, le Royaume-Uni n'est pas insensible à l'impact du change vis-à-vis des autres devises européennes et la baisse des taux d'intérêt a ses limites. Il en résulte que les taux réels à court terme demeurent nettement positifs au contraire des Etats-Unis.

Remarquons enfin que les cycles réels, traditionnellement très pronon-

cés au Royaume-Uni, s'accompagnent aussi de fortes fluctuations nominales. Dans ce contexte, les retournements successifs de la politique monétaire peuvent difficilement lui conférer un rôle stabilisant. En outre, malgré son avance dans le cycle par rapport à l'Europe continentale, le Royaume-Uni se situe toujours au dernier rang des pays du G7 pour la croissance depuis le début des années 1970.

Le bilan

Quelles que soient ses orientations, la politique monétaire n'est qu'un des leviers de la politique économique. Comme on l'a déjà souligné plus haut, une dérive, d'abord au niveau de la conception même du *policy mix*, puis imposée par les circonstances, en a fait l'instrument principal sinon exclusif de la régulation, ce qui ne pouvait que provoquer des excès et des illusions.

Le contenu du *policy mix* traditionnel avait été sensiblement appauvri avec la marchandisation et l'internationalisation des économies. Ces phénomènes avaient limité les possibilités de manœuvre de la politique budgétaire car un accroissement des déficits publics, subi ou délibéré, pouvait contribuer au déclenchement d'une crise de confiance et compromettre le taux de change de la monnaie.

58

Au fil des années, même dans un pays comme les États-Unis où la préoccupation de la stabilité de la monnaie n'est pas prioritaire, l'accroissement massif des déficits publics finit par ôter la moindre marge de manœuvre lorsque l'ampleur de la récession appelait des mesures de stimulation.

En Allemagne, avec l'adoption dès le départ d'une règle d'unification monétaire amplifiant les distorsions de productivité et faute d'avoir consenti (mais le pouvait-on vraiment ?) à la mise en œuvre d'un effort fiscal à la mesure du problème de la réunification, la résolution des déséquilibres a longtemps reposé entièrement sur la politique monétaire. Au Japon, en revanche, un solde budgétaire excédentaire offrait théoriquement des marges de manœuvre appréciables pour relancer l'économie à partir de 1992. Mais la transmission effective au secteur productif de plusieurs plans de stimulation budgétaire s'est avérée décevante. Aussi, dans ce pays, il fut beaucoup demandé à la politique monétaire.

Les limites d'une politique monétaire "adaptive"

Deux des pays où cette politique fut pratiquée, les États-Unis et le Royaume-Uni, sont aujourd'hui les seules économies où la demande et la production croissent à un rythme, certes modéré, mais confirmé. En revanche, au Japon, la désescalade des taux d'intérêt allant de pair avec

plusieurs plans de relance n'a pas, pour l'instant, été accompagnée ou suivie d'un signe de retournement conjoncturel.

On peut tenter de dégager les enseignements de ces expériences :

- La dépréciation de la devise est sans doute le facteur qui, généralement lié à la baisse des taux a le plus contribué, sinon au déclenchement du moins au renforcement de la reprise. Cela s'est notamment observé aux Etats-Unis où le dollar, entre le début de 1990 et l'automne 1992, s'est dévalorisé de près de 20% vis-à-vis du noyau dur des monnaies européennes et où les exportations ont progressé, d'ailleurs modérément, constituant un élément déterminant de la demande. De même, et *a contrario*, l'exemple de l'Italie qui n'a que peu baissé ses taux d'intérêt mais où le taux de change s'est spontanément et fortement déprécié, et qui a sensiblement amélioré ses performances à l'exportation, relativise l'impact des mouvements de taux d'intérêt en tant que variable isolée.

- La transmission aux agents économiques des baisses des taux à court terme est souvent atténuée, quelquefois très faible.

- D'une part, le comportement des intermédiaires financiers est déterminant dans cette transmission.

- Cela est particulièrement manifeste aux Etats-Unis où le coût du crédit (prime rate), de l'ordre de 6,5% n'est que de deux points inférieur au taux de base français alors que les taux monétaires américains sont inférieurs de plus de 4 points aux taux d'intérêts à court terme sur le franc. Mais il est vrai qu'une consolidation de la situation financière des intermédiaires financiers par accroissement de leur marge est de nature à renforcer leur offre de crédit. On le voit au Japon où la situation, encore très difficile, de nombre d'intermédiaires financiers, a rendu jusqu'à ce jour la baisse des taux d'intérêt sans effet.

- D'autre part, l'impact de la baisse des taux à court terme sur les taux à long terme est très atténué, voire quelquefois contreproductif, de sorte que le coût global du financement de l'économie peut rester élevé.

Aux Etats-Unis, alors que dès la mi 92, les taux des Fed funds sont proches de 3%, soit 7 points en-dessous de leur niveau de début 1989, les taux à long terme sont encore à 6,5%, pas très éloignés des taux européens et de 2 points et demi à peine inférieurs au niveau de 1989. La baisse s'accroîtra par la suite, mais avec le renfort d'anticipations plus favorables sur la politique budgétaire américaine. En Angleterre, la désescalade des taux longs sera très lente et ces derniers restent à un niveau supérieur de 80 à 100 points de base au-dessus des taux allemands et français, reflétant par là-même, la crédibilité relativement médiocre de la politique monétaire britannique.

- Le comportement des agents économiques, face à la baisse des taux d'intérêt, dépend largement des caractéristiques du système de crédit en

vigueur. Ainsi, le fait que la quasi totalité des prêts hypothécaires soit en Angleterre indexée sur les taux à court terme, confère au maniement des taux monétaires, une incidence immédiate, destructive ou régénératrice sur les trésoreries des ménages endettés, sans que l'on puisse être sûr que la réduction des charges, si elle évite l'asphyxie, induise un comportement durable de dépenses.

Mais par ailleurs, le développement, partout, des placements à taux de marché, et spécialement à taux de marché monétaire, a rendu le revenu des ménages, agent traditionnellement créditeur net, beaucoup plus sensible que par le passé à la baisse des taux.

Ce fait commence à être reconnu, même aux Etats-Unis, où l'on constate que les activités qui profitent de la baisse des taux, par exemple la construction, ne connaissent qu'une croissance modeste, en partie parce que le revenu global des ménages est en définitive écorné par la diminution des taux à court terme.

- Enfin, il apparaît que la marge de manœuvre d'une politique flexibiliste est loin d'être, dans tous les pays, aussi étendue qu'on le croit.

Certes, pour un pays comme les Etats-Unis, émettant la monnaie de réserve la plus utilisée dans le monde, se préoccupant peu de son taux de change et ne subissant pas réellement de contrainte externe, les possibilités de baisses des taux sont grandes, nonobstant le désordre qu'elles peuvent provoquer sur les marchés de change et les incidences indirectes qu'elles peuvent avoir sur la stabilité des autres monnaies. Il en va de même au Japon, économie relativement peu ouverte sur l'extérieur, et à forte productivité dans l'industrie exportatrice.

En revanche, le cas du Royaume-Uni est symptomatique de ce que peut réellement faire une politique dans une économie de taille moyenne, largement ouverte sur l'extérieur, n'émettant pas de monnaie de réserve, et dont les non-résidents détiennent une fraction non négligeable de la dette négociable.

Contrairement à une idée fausement répandue, le taux d'intérêt à court terme britannique n'a pas reflué, instantanément après la sortie de la livre du SME. Le processus de baisse s'est en fait étalé sur quatre mois, amenant les taux à court terme à un niveau qui n'est, aujourd'hui, inférieur que de 120 points de base à celui des taux monétaires français, avec, il est vrai, un trend de croissance économique plus élevé.

L'incidence des politiques monétaires demeurées centrées sur l'objectif de stabilité des prix

Une constatation s'impose : si l'on veut bien exclure d'une approche à moyen terme les hausses très brutales, et peu durables, des conditions monétaires opérées chez certains pays à l'occasion des crises des changes

des douze derniers mois et s'il n'est pas niable que les problèmes de l'unification allemande ont contribué à maintenir trop élevés les taux européens, les niveaux moyens des taux d'intérêt et du coût de financement dans ces pays ne sont plus tellement éloignés, en termes nominaux, de ceux que l'on observe chez les pays plus flexibilistes. En termes réels, les écarts peuvent être plus accusés, mais là où certains voient le signe de la déflation, d'autres y verraient des tensions inflationnistes mieux maîtrisées, d'autant plus que des tendances d'inflation sous-jacente de l'ordre de 3 à 4 points peuvent sembler inquiétantes pour l'avenir, lorsque la croissance aura pris plus de vigueur.

En pratique, une plus large indexation des économies d'Europe continentale sur les taux à long terme (spécialement en Allemagne) que dans les pays anglo-saxons, des marges bancaires plus resserrées (surtout en France où la situation des intermédiaires financiers est moins lourdement obérée que dans d'autres pays) atténuent les conséquences pour l'économie de taux monétaires encore relativement élevés.

Sans doute en 1992, le coût du financement était-il significativement plus élevé et si cela a contribué à réduire la demande de crédit, on ne saurait lui imputer la responsabilité mécanique du retournement qui s'est produit, en France et en Allemagne, à partir du printemps et que les autres pays avaient également subi, quelques trimestres auparavant.

En Allemagne et en France, les politiques monétaires sont soucieuses de ne pas contribuer à déprécier le taux de change effectif de la monnaie, essentiellement pour deux motivations. D'abord, la conscience que, dans les conditions actuelles de la concurrence internationale, ce n'est pas principalement par une compétitivité prix obtenue sans effort que les industries des pays européens seront sauvegardées ; ensuite le souci de conserver la confiance de non-résidents qui contribuent pour une large part au financement de l'économie ; c'est évidemment une exigence cruciale en France où la crédibilité de la monnaie est quelquefois contestée ; mais l'Allemagne qui subit, depuis la réunification de lourds déficits des paiements courants a également cette préoccupation.

En réalité, c'est plus par son impact psychologique que par son incidence effective sur les comportements que le niveau relativement élevé des taux d'intérêt est perçu comme une contrainte, particulièrement en France où l'augmentation, somme toute modérée, du chômage liée au ralentissement conjoncturel a gonflé un taux de sous-emploi structurel nettement plus élevé que dans les autres pays industrialisés.

La coordination des politiques monétaires au niveau international

Les différences de conceptions quant aux objectifs de la politique ne

pouvaient au niveau international que se traduire par des tensions entre les trois grandes zones du monde. Un processus de coordination des politiques monétaires avait bien été entamé dès le milieu des années 80, époque à partir de laquelle les Etats-Unis avaient plus ou moins abandonné leur attitude traditionnelle de *benign neglect* à l'égard de l'évolution de la parité du dollar. Néanmoins les résultats sont demeurés limités.

Si la surévaluation manifeste du dollar qui prévalait avant le cycle conjoncturel qui nous sert de cadre de référence a pu être annulée, elle a été remplacée depuis lors par une sous-évaluation persistante. Au sein de l'Europe en revanche le souci d'une certaine coordination des politiques monétaires est plus ancien. Clairement exprimé par la création du Système Monétaire Européen, il était confirmé en 1992 par le lancement du projet d'Union Monétaire contenu dans le Traité de Maastricht.

Pour autant, cependant, la stabilisation des changes aussi bien que la coordination des politiques monétaires ne sont pas encore pleinement acquises en Europe, comme en témoignent les crises qui ont frappé le SME depuis septembre 1992 et qui ont entraîné l'élargissement, à titre provisoire, des marges de fluctuation de 2,25% à 15% entre les monnaies participant au Mécanisme de change du SME.

62

L'évolution de la coordination monétaire entre les trois grandes zones

La coordination monétaire instituée dans le cadre du G5, à partir de 1985, puis plus tard, du G7, s'est développée de façon relativement satisfaisante entre les trois grandes zones monétaires du monde jusque dans la première phase du cycle conjoncturel.

En signant l'*Accord du Plaza*, en septembre 1985, les Etats-Unis, pour la première fois, acceptaient de participer activement à des interventions concertées sur le marché des changes afin de provoquer une baisse graduelle du dollar.

- Par la suite, avec le principe d'une surveillance multilatérale renforcée entre les membres du G7, reposant sur des critères objectifs (croissance, balance des paiements, inflation), décidée à Tokyo en 1986, et l'*Accord du Louvre* signé à Paris en février 1987 instituant la notion de zones-cibles entre les principales grandes monnaies, on s'était acheminé vers une stabilisation du dollar, au moins en termes réels, de 1987 à 1989.

Ensuite, avec le recentrage de la politique américaine sur des objectifs internes, ces progrès de la coopération monétaire internationale entre grandes zones ont marqué le pas. On est revenu en fin de cycle à une constatation d'impuissance au sujet de la coordination entre les trois pôles. L'Europe a poursuivi dans la voie de l'approfondissement de la coopération interne en adoptant, le 7 février 1992 à Maastricht, l'objectif d'une Union Monétaire devant intervenir entre le 1^{er} janvier 1997 et le 1^{er} janvier 1999.

L'évolution dans la zone Europe : de l'asymétrie à la crise

- La stabilité monétaire a été dès l'origine un impératif essentiel pour l'Europe : en mars 1979, une étape essentielle était franchie avec la création du Système Monétaire Européen. Correspondant avec la phase ascendante du cycle conjoncturel, le fonctionnement du SME pendant la période 1987-1989 était particulièrement satisfaisant avec une stabilité des taux de change, l'adhésion de la peseta, de la livre et la convergence accrue, notamment en matière d'inflation. Par ailleurs s'est développé un marché de l'écu privé de plus en plus actif et liquide.

A partir de 1990, cependant, les critiques ont commencé à se focaliser sur trois aspects :

- *fonctionnement asymétrique* : cette analyse se fonde sur la thèse selon laquelle le mark est plus substituable aux autres grandes monnaies (Dollar et Yen) que ne le sont les autres devises européennes, dont le franc. De ce fait, c'est la Bundesbank qui détermine le taux de change entre l'ensemble des monnaies européennes et les autres monnaies ; les autres pays européens ayant pour objectif unique de stabiliser leur monnaie vis-à-vis du mark. L'asymétrie s'est encore renforcée avec la libération complète des mouvements de capitaux intervenus dès 1990 car celle-ci a renforcé l'avantage des pays à monnaie forte lors des crises spéculatives.

- *biais déflationniste* : selon certains auteurs, tels que R. Salomon, l'appartenance au SME comporte un coût important sous forme d'un biais déflationniste, car en raison de la contrainte de change et de l'exigence accrue de crédibilité, le maniement conjoncturel des politiques budgétaires devient plus difficile.

- *incompatibilité avec la libération complète des mouvements de capitaux* : en régime de taux de change fixe, avec une parfaite mobilité des capitaux, la pression sur les marchés des changes devient vite irrésistible.

Ces critiques ont trouvé quelques illustrations concrètes avec les crises qui ont sérieusement ébranlé le SME à partir du mois de septembre 1992. Comme on le sait, plusieurs mouvements de spéculation ont contraint la livre sterling et la lire italienne à suspendre leur participation au mécanisme de change européen le 16 septembre 1992. Ces mêmes pressions ont provoqué la dévaluation de la peseta de 5% le même jour et celle de la livre irlandaise de 10% le 30 janvier 1993, puis ont entraîné le 2 août 1993 l'élargissement provisoire des marges de fluctuation, de 2,25% à 15% de chaque côté des taux pivots, entre les monnaies appartenant au Mécanisme de change européen (à l'exception des marges entre le florin et le Deutschmark qui restent fixées à 2,25%).

La solution adoptée pour faire face à la crise du mois d'août dernier, l'élargissement provisoire des marges de fluctuation, permet l'atténuation des tensions dans le système en rendant plus incertaine la spéculation.

Cette option comporte certes des risques quant à une éventuelle perte de crédibilité des politiques monétaires et quant à la tentation qu'elle offre de relâcher certaines disciplines. Fort heureusement, un tel relâchement n'est pas intervenu et les choix en faveur de la stabilité monétaire ont été confirmés.

La crise récente, si elle montre les difficultés accrues de la stabilité et de la coopération monétaires dans le contexte récessionniste actuel, n'invalide pas le projet d'une Union Monétaire entre les pays européens. Bien au contraire, la contradiction entre l'instabilité des monnaies d'une part et, de l'autre, la réalisation d'un marché unique des biens et services et des capitaux apparaît encore plus clairement.

La réalisation de progrès supplémentaires dans cette voie implique un renforcement de la convergence entre les principales économies européennes ainsi qu'une comptabilité accrue entre les objectifs des politiques nationales. C'est précisément l'objectif fixé à la deuxième phase, selon le Traité de Maastricht, dont le début sera marqué symboliquement par la mise en place de l'Institut Monétaire Européen à compter du 1^{er} janvier 1994.