

# POLITIQUES MACRO-ÉCONOMIQUES ET TAUX DE CHANGE

## TABLE DES MATIÈRES

Introduction . . . . .	132
I. Considérations d'ordre qualitatif . . . . .	133
La politique monétaire et le taux de <b>change</b> . . . . .	133
La politique budgétaire et <b>le</b> taux de change . . . . .	134
<b>Le</b> taux de change en tant qu'objectif de la politique économique . . . . .	136
II. L'analyse quantitative . . . . .	137
<b>les</b> pièges à éviter . . . . .	137
Les trois niveaux de modélisation . . . . .	138
Incidence du régime des taux de change . . . . .	141
III. Les évolutions observées effectivement . . . . .	148
Exemples d'interaction de la politique économique et du taux de change . . . . .	148
Réflexions générales . . . . .	153
Conclusions . . . . .	157

---

La présente étude reprend plusieurs éléments de travaux effectués au Département des Affaires Économiques et Statistiques, en particulier par Paul Masson, Adrian Blundell-Wignall, Bixio Barenco et Gerald Holtham. Ces éléments ont été rassemblés et mis en forme par Stephen Potter et Michael Feiner, qui ont bénéficié à cette occasion des précieuses observations d'un certain nombre de leurs collègues du Département.

---

## INTRODUCTION

La politique économique étant censée réagir plus ou moins sur le taux de change, et réciproquement, sa formulation doit tenir compte de cette interaction, mais elle se heurte de ce fait à de sérieuses difficultés. La connaissance qu'on a des mécanismes en jeu est imparfaite et incomplète, il n'existe pas de théorie de la détermination des taux de change sur laquelle tout le monde serait d'accord, et, enfin, l'analyse quantitative ne donne pas des résultats décisifs : les études empiriques les plus systématiques concernant la détermination des taux de change n'ont guère réussi à mettre en évidence l'existence de relations stables. Cependant, les responsables de l'action gouvernementale semblent admettre généralement que le pays qui le souhaite peut agir sur son taux de change en ajustant sa politique monétaire et/ou budgétaire par rapport à celle des autres pays. Cette supposition part de l'idée que, pour incomplètes que soient leurs connaissances, les autorités n'en doivent pas moins les mettre à profit, avec la prudence requise.

On cherchera dans le présent article à délimiter le champ des possibilités à cet égard en examinant successivement les éléments d'appréciation que fournissent les considérations d'ordre qualitatif, l'analyse quantitative et l'observation des évolutions effectives quant à l'interaction des politiques macro-économiques et des taux de change. Aucun de ces éléments considéré séparément n'est suffisamment convaincant, certes, et le résultat auquel on aboutit pour un pays donné dépend, en partie, de la place que le taux de change lui-même occupe dans les objectifs des autorités ; l'ensemble, néanmoins, incite à penser que, d'une manière générale, les politiques monétaire et budgétaire peuvent influencer sur les taux de change dans le sens souhaité... si du moins les mesures prises ont une ampleur suffisante et s'harmonisent les unes avec les autres.

On ne considérera tout au long de l'étude que les taux de change effectifs ainsi que l'allure générale de leurs variations (trimestrielles ou annuelles) sans s'attacher aux fluctuations à très court terme. On ne traitera pas explicitement les interventions sur les marchés de change, bien qu'elles constituent à l'évidence, si leur incidence sur la liquidité n'est pas neutralisée, l'une des formes que peut prendre la « politique monétaire ».

## I. CONSIDÉRATIONS D'ORDRE QUALITATIF<sup>1</sup>

### La politique monétaire et le taux de change

La plupart des modèles de détermination des taux de change reposent sur l'hypothèse selon laquelle la politique monétaire, formulée en termes d'agrégats monétaires, a un effet non équivoque sur le taux de change : dans un pays donné, une expansion monétaire devenant plus rapide alors que la demande de monnaie reste stable tend à faire baisser le taux de change nominal, et inversement. Cette proposition est généralement corroborée par les études empiriques. A long terme, d'après la plupart des modèles théoriques, une accélération de la croissance monétaire dans un pays se retrouverait intégralement dans le niveau des prix, la hausse de ce dernier en termes relatifs étant compensée par une baisse du taux de change. Cependant, la voie conduisant à ce résultat final n'est pas la même dans tous les modèles; certains donnent à penser qu'il y a dans un premier temps «surréaction» du taux de change, après quoi s'opérerait progressivement une correction, mais sur ce point les observations empiriques ne sont pas très probantes.

A long terme, dans les pays où la croissance monétaire est relativement rapide, les taux d'intérêt nominaux ainsi que le taux d'inflation ont tendance à atteindre des niveaux élevés ; **les** taux d'intérêt *réels*, sans être nécessairement égaux dans tous les pays ni invariables dans le temps, ne sont généralement pas liés au niveau, élevé ou bas, de l'inflation dans le pays considéré. A court terme, les variations des taux d'intérêt, qu'elles soient l'objet **même de** décisions des autorités monétaires ou la conséquence de mesures prises par celle-ci, semblent avoir sur les taux de change l'effet qu'on en attend généralement, au moins dans les grands modèles nationaux. Une augmentation exogène de l'écart de taux d'intérêt nominal – et, par voie de conséquence, de l'écart de taux réel – va de pair avec une hausse du taux de change nominal dans tous les modèles nationaux examinés, mais dans une mesure qui varie d'un pays à l'autre.

Toutefois, une comparaison directe des écarts de taux d'intérêt (ou des variations qu'ils accusent) et des taux de change peut donner des résultats trompeurs, et une observation superficielle pourrait même dans certains cas, faire conclure à une corrélation complètement erronée. Cela risque de se produire quand d'autres facteurs, par exemple l'attente d'une poussée d'inflation, exercent une forte pression sur le taux de change et que les autorités réagissent en ajustant les taux d'intérêt, mais pas assez pour neutraliser les autres forces en jeu. L'expérience semble montrer que, si les autorités agissent en fin de compte de manière suffisamment vigoureuse, les écarts de taux d'intérêt se font bien sentir et exercent l'effet prévu sur le taux de change. Aucun des résultats obtenus ne permet de douter que, toutes choses égales d'ailleurs (hypothèse hardie, certes), une variation

positive de l'écart de taux d'intérêt en faveur d'une monnaie rendra celle-ci plus ferme que ce n'aurait été le cas autrement.

Les modifications des politiques suivies à l'étranger peuvent évidemment, elles aussi, influencer sur les taux de change en raison des effets qu'elles ont sur les taux d'intérêt et sur les anticipations ainsi que, moins directement, sur les résultats macro-économiques relatifs (inflation et balance des opérations courantes notamment). Une hausse **des** taux d'intérêt à l'étranger entraîne a priori des sorties de capitaux ou des pressions à la baisse sur le taux **de** change, **la** force de ces pressions *ex ante* dépendant du degré d'intégration des marchés internationaux des capitaux. L'ampleur des effets sur l'économie interne dépendra pour beaucoup de la concrétisation des pressions à la baisse sur le taux de change, cet élément étant conditionné à son tour par la manière dont est conçue la politique monétaire.

Dans un pays où l'action des autorités vise les agrégats monétaires, une hausse des taux d'intérêt à l'étranger amène une dépréciation de la monnaie nationale, stimulant ainsi la demande globale et faisant monter les prix, éléments qui ont tous deux pour effet d'accroître la demande de monnaie. La hausse des taux d'intérêt qui en résulte est d'autant plus forte que l'élasticité de la demande de monnaie par rapport aux taux d'intérêt est plus faible et que son élasticité par rapport au revenu est plus forte. Ces paramètres peuvent varier considérablement selon les pays, en fonction d'éléments tels que le degré de réglementation du système bancaire et l'existence de circuits para-bancaires. Le choix de l'agrégat monétaire auquel on assigne un objectif influe aussi beaucoup sur l'importance relative de la réaction aux taux d'intérêt : la demande d'actifs figurant dans les agrégats de définition large, lesquels se composent en plus grande proportion de dépôts rémunérés à des taux d'intérêt concurrentiels, tend à être moins élastique par rapport au niveau général des taux d'intérêt que la demande d'actifs compris dans les agrégats de définition plus étroite. Si, au lieu de se fixer un objectif d'expansion monétaire, les autorités choisissent d'axer leur action sur le taux de change, les conséquences sont aussi très différentes. Si la possibilité de substitution entre actifs nationaux et actifs étrangers est assez forte, une augmentation des taux d'intérêt à l'étranger doit normalement entraîner une hausse à peu près proportionnelle des taux intérieurs,

## **La politique budgétaire et le taux de change**

L'effet sur **le** taux de change d'une modification de la politique budgétaire sans accompagnement de la politique monétaire est, en théorie, indéterminé. La réponse à cette question, qui relève en réalité de l'analyse empirique, dépend de l'importance relative de plusieurs paramètres essentiels. C'est ainsi qu'un accroissement *ex ante* du déficit budgétaire des administrations publiques devrait entraîner à court terme une augmentation du niveau d'activité, de la demande de monnaie et des taux d'intérêt (étant admis par hypothèse qu'il existe des ressources inutilisées et que **les**

effets sur les taux d'intérêt du changement de cap opéré n'interdisent pas complètement toute réaction des dépenses privées). L'ampleur de l'incidence sur les taux d'intérêt dépend à la fois de la valeur du multiplicateur de la dépense et de l'élasticité de la demande et de l'offre de monnaie par rapport au revenu, d'une part, et par rapport aux taux d'intérêt, d'autre part. La hausse des taux d'intérêt attire a priori des entrées de capitaux et exerce une pression à la hausse sur le taux de change, l'ampleur de ces mouvements dépendant de l'élasticité des mouvements de capitaux par rapport au niveau de l'intérêt. En même temps, la vigueur plus grande de l'activité économique entraîne une dégradation de la balance des opérations courantes (plus ou moins accentuée suivant l'élasticité des échanges par rapport à la demande et la valeur du multiplicateur intérieur) et il y a toutes chances pour qu'elle fasse monter le taux d'inflation, ayant ainsi des effets défavorables sur les résultats obtenus par le pays en question dans le domaine des prix par rapport à ceux de ses concurrents. Ce fait même entraînera une nouvelle dégradation de la balance des opérations courantes (plus ou moins importante suivant l'élasticité des échanges par rapport aux prix) et pourra engendrer aussi une pression à la baisse sur le taux de change dans la mesure où il aura influe défavorablement sur les anticipations. L'effet sur le taux de change de la détérioration de la balance courante dépend à son tour de la mesure dans laquelle les actifs nationaux ne sont pas parfaitement substituables aux actifs étrangers (autrement dit, de l'élasticité des mouvements de capitaux) et du degré de flexibilité des salaires et des prix.

La multiplicité des facteurs intervenant ainsi dans l'analyse des effets sur les taux de change d'une modification *ex ante* de la politique budgétaire sans accompagnement monétaire incite à penser que ces effets varient sans doute suivant les pays. Dans le cas des États-Unis et de quelques autres grands pays, les résultats qu'on verra plus loin semblent montrer que les entrées de capitaux considérées a priori peuvent effectivement être assez importantes pour provoquer une appréciation en termes réels qui se maintienne pendant un certain temps. Dans la plupart des autres pays, en revanche, et surtout là où les mouvements de capitaux sont sensiblement restreints, l'effet sur la balance courante peut être prédominant. Dans ces cas-là, une politique budgétaire expansionniste risque d'entraîner assez vite une dépréciation en termes réels.

On peut tenir ce dernier résultat pour assuré chaque fois que la politique budgétaire expansionniste s'accompagne d'expansion monétaire, peut-être parce que les autorités se sont fixé un objectif de taux de change. Si elles agissent de manière à maintenir les taux d'intérêt à peu près inchangés, tout effet a priori sur les mouvements de capitaux privés – indépendamment des répercussions éventuelles sur les anticipations – sera vraisemblablement peu important et c'est l'effet exercé par la balance courante sur le taux de change qui l'emportera. Ce résultat est effectivement pris en compte par les modèles nationaux qui indiquent tous qu'une expansion budgétaire s'accompagnant d'expansion monétaire aboutit à une dépréciation de la monnaie nationale.

## Le taux de change en tant qu'objectif de la politique économique

Le degré d'interaction de la politique macro-économique et des taux de change dépend de la mesure dans laquelle le taux de change est lui-même objet de la politique économique. Ce degré varie selon les pays et reflète en général le degré d'« ouverture » de l'économie. **A** un extrême, on trouve le cas des États-Unis où la part du commerce extérieur dans le PNB est relativement faible et où le dollar a un statut de monnaie de réserve, de sorte que les autorités ont souvent appliqué une politique de « douce indifférence » à l'égard du taux de change, c'est-à-dire qu'elles se sont abstenues d'intervenir sur les marchés de change et qu'elles ont axé leur politique monétaire sur la réalisation des objectifs intérieurs. Ces dernières années, **elles se** sont attachées surtout à lutter contre l'inflation, la Réserve fédérale s'étant donné comme objectif intermédiaire la maîtrise de l'évolution de la masse monétaire. Le taux de change avait essentiellement une fonction de variable *indicateur*. C'est ainsi que la dépréciation du dollar au cours de la période **se** terminant en novembre 1978 a mis en évidence l'apparition de pressions inflationnistes excessives qui ont elles-mêmes amené les autorités à adopter **des** mesures monétaires restrictives.

A l'autre extrême, certains pays ont fait du taux de change un **objectif explicite** de leur **politique économique** – se proposant d'assurer la stabilité des parités, en particulier par rapport au deutschemark. Parmi les pays en question **il** convient de citer la France, l'Italie, les Pays-Bas et la Belgique qui font partie du **SME**, mais aussi **la** Suède et l'Autriche, bien que chez ces deux derniers cette pratique y soit moins rigide. Dans cette catégorie, les Pays-Bas, l'Autriche **et**, dans une certaine mesure, la Belgique appliquent une politique de « monnaie forte » : dans la formulation de la politique monétaire, la priorité est normalement accordée au maintien d'un taux de change fixe par rapport au deutschemark, et **les coûts** intérieurs doivent s'ajuster pour assurer le maintien de la compétitivité. **A** condition que les pays de référence appliquent des politiques non inflationnistes, **les** petits pays peuvent, en adoptant cette démarche, « importer » la stabilité monétaire. **Cela** implique une certaine convergence entre leurs résultats et ceux **de** leurs principaux partenaires commerciaux. Des différences cependant, peuvent encore **se** faire jour si l'économie en question **est** soumise à diverses influences d'origine intérieure – en particulier, augmentation des dépenses budgétaires financée par une expansion du crédit bancaire intérieur dont l'objet peut être de permettre la réalisation d'objectifs indépendants visant à soutenir la production et l'emploi. Parmi les pays qui se fixent des objectifs de taux de change, **la** France **et** l'Italie, les plus grands du point de vue de leur taille relative, s'efforcent aussi d'atteindre des objectifs intérieurs en matière de masse monétaire et de crédit (M2 et crédit intérieur total, respectivement). Les interventions qu'elles doivent ainsi opérer pour **agir sur** le taux de change peuvent aller à l'encontre des objectifs intérieurs. Pour venir à bout de **ces** difficultés, **il** est possible, à court terme, de recourir à **des** opérations **de** neutralisation, à un contrôle quantitatif portant à la fois sur l'expansion du crédit intérieur et sur **le** marché des

changes, et a des financements compensatoires. A plus long terme, toutefois, on n'a pu résoudre cette contradiction qu'en abandonnant soit l'objectif de taux de change, soit celui d'expansion de la masse monétaire intérieure. En 1976/77, l'expansion du crédit intérieur a été considérablement réduite dans ces deux pays, afin de permettre la réalisation de l'objectif de taux de change. Depuis la création du SME, ces deux pays ont demandé à plusieurs reprises, que les taux centraux soient réalignés par rapport au deutschemark.

Dans d'autres pays le taux de change a essentiellement un rôle d'indicateur pour la politique monétaire ; c'est le cas au Japon, en Allemagne, au Royaume-Uni, au Canada et en Suisse. Dans la formulation de leur politique monétaire, tous ces pays se sont fixé des objectifs concernant les agrégats monétaires intérieurs, mais leur évolution économique interne par rapport à celle des autres pays a entraîné des fluctuations non souhaitées du taux de change. Le Canada et la Suisse sont des cas un peu à part, en raison des liens commerciaux et financiers étroits qu'ils entretiennent respectivement avec les États-Unis et l'Allemagne. Pour éviter une augmentation de l'inflation induite par la dépréciation, le Canada a fréquemment ajusté ses taux d'intérêt en fonction de l'évolution des taux américains. La Suisse, où le niveau du chômage est moins contraignant pour la politique économique, a été généralement mieux en mesure d'axer sa politique monétaire intérieure sur la lutte contre l'inflation.

## II. L'ANALYSE QUANTITATIVE

### Les pièges à éviter

De toute évidence, les taux de change subissent l'influence de nombreux facteurs indépendamment de la politique budgétaire et de la politique monétaire. Ce sont en particulier les chocs intervenant du côté de l'offre et les facteurs d'ordre structurel comme les découvertes de ressources naturelles, ainsi que diverses influences à court terme et de caractère « politique ». Nombre de facteurs de ce genre ne peuvent pas être chiffrés, car il est le plus souvent très difficile d'en isoler l'influence propre, même à l'aide de techniques économétriques très poussées.

L'un des problèmes auquel se heurte ici l'analyse empirique – en particulier dans la recherche des causalités – tient au fait que le taux de change est « endogène », c'est-à-dire qu'il est déterminé en partie par des variables sur lesquelles il influe lui-même fortement. Certains des phénomènes – écarts entre taux d'inflation ou situation des balances courantes par exemple – au moyen desquels on ((explique) souvent le taux de change sont aussi endogènes. Dans ces conditions, il est périlleux de proposer une explication simple. On ne peut valablement établir une

relation entre les taux de change et leurs causes que si ces dernières sont exogènes, ou si la corrélation observée entre les taux de change et d'autres variables endogènes est formulée avec prudence.

Les relations fondamentales dépendent dans une large mesure du genre d'action retenu par le pays considéré. Si, par exemple, un pays s'est fixé un objectif monétaire, une augmentation de la demande de monnaie tend à faire monter les taux d'intérêt et conduit à un raffermissement du taux de change. De son côté, le pays dont l'objectif porte sur le taux de change est amené à relever les taux d'intérêt pour faire face à une faiblesse de sa monnaie. Dans ces conditions, des relations simples observées après coup pourraient donner à penser qu'une hausse des taux d'intérêt va de pair, dans un cas, avec une appréciation et, dans l'autre, avec une dépréciation de la monnaie.

Un autre problème que rencontrent de plus en plus les travaux empiriques est celui du rôle considérable que jouent les anticipations sur les marchés de change ainsi que sur les marchés des actifs d'une façon générale. Les anticipations sont extrêmement difficiles à saisir ; pourtant, elles peuvent souvent avoir plus d'influence que d'autres déterminants du taux de change. C'est ainsi qu'il est communément admis d'un point de vue théorique qu'une expansion monétaire plus rapide, les autres facteurs étant donnés, tend à affaiblir le taux de change nominal. Cependant, dans certains cas, l'annonce d'une expansion monétaire plus rapide que prévu a apparemment conduit, au moins pour un temps, à une hausse des taux d'intérêt et à une appréciation du taux de change, parce qu'on s'attendait à voir les autorités agir afin d'inverser cette tendance à l'accélération de l'expansion monétaire. Cela ne veut pas dire que les effets d'anticipation vont nécessairement à l'encontre des objectifs que la politique gouvernementales'efforce d'atteindre, mais que cette dernière doit tenir compte de leur importance et dans certains cas peut-être même chercher à en tirer parti.

Une autre difficulté tient également au fait, déjà noté, que la politique économique – en particulier la politique budgétaire – peut agir sur le taux de change par différents moyens. Il se peut que ces derniers n'exercent pas d'effets allant tous dans le même sens : tout dépend en fait de l'importance relative des valeurs des principaux paramètres. Ces dernières sont parfois difficiles à estimer avec une précision suffisante pour apporter une réponse claire et peuvent d'ailleurs varier d'un pays à l'autre et dans le temps.

### **Les trois niveaux de modélisation**

Les travaux empiriques relatifs à la détermination des taux de change peuvent être classés suivant ((trois niveaux de modélisation». Tout d'abord les modèles à une seule équation établissent un rapport direct entre les mouvements de certaines monnaies et un ou plusieurs facteurs, que **sont**, généralement soit des variables relevant de la politique économique soit des variables qui en subissent l'influence. Le



second niveau est celui des grands modèles nationaux où l'on considère les réactions des taux de change à des modifications données de la politique budgétaire et de la politique monétaire. Enfin, au troisième niveau on trouve les modèles financiers multilatéraux. Ces derniers existent depuis peu de temps et, à bien des égards, ils sont en retard sur les travaux de modélisation nationale. Ils permettent cependant, lorsqu'on envisage les conséquences des politiques suivies, ou d'autres facteurs, sur les taux de **change**, d'intégrer des contraintes de cohérence, à savoir que toute modification de taux de change doit avoir une contrepartie : si une monnaie s'apprécie, d'autres doivent en moyenne se déprécier.

Les travaux économétriques que l'on a pu menés et qui s'appuient sur des modèles de détermination des taux de change à une seule équation<sup>2</sup> tendent effectivement à faire apparaître des effets de la politique économique sur les taux de change affectés de signes conformes aux anticipations a priori. Toutefois, il n'a pas été facile d'obtenir des relations vraiment stables et fiables. De manière plus précise, on peut dire que les résultats obtenus dans ce domaine par les modèles à une seule équation ne reflètent qu'une partie du système économique et qu'il convient sans doute d'évaluer l'interaction de la politique économique et du taux de change à partir des indications que peuvent fournir des modèles plus poussés.

La seconde démarche se retrouve dans l'étude parue dans le dernier numéro de la présente revue<sup>3</sup> : il s'agit de soumettre un certain nombre de modèles nationaux à une même série de chocs. Les conséquences des deux chocs caractérisés par des modifications de la politique budgétaire et monétaire sur les taux de change dans sept modèles nationaux<sup>4</sup>, seront décrites succinctement ci-après. (On trouvera les résultats détaillés aux tableaux 5 et 10 du précédent numéro). Comme on le verra, les réactions des taux de change sont assez diverses, car, si la plupart des modèles économétriques nationaux prennent en compte les éléments constitutifs du revenu et de la dépense ainsi que les mouvements de capitaux à l'élasticité imparfaite suivant le schéma keynésien, pour le reste ils sont d'inspiration assez diverses. Dans l'étude citée ci-dessus, les mouvements des taux de change à la suite d'un choc budgétaire type (réduction des dépenses publiques à proportion de 0.5 pour cent du PIB réel) peuvent être classés en deux catégories : celle où le taux de change baisse et celle où il monte. Dans le second groupe, la position excédentaire de la balance courante exerce une influence prédominante sur les marchés des changes. Dans le premier, ce sont la baisse des taux d'intérêt nationaux et la dégradation corrélative de la balance des mouvements de capitaux qui l'emportent. En revanche, accompagnée par des mesures de politique monétaire, une réduction des dépenses budgétaires entraîne une appréciation de la monnaie dans tous les modèles nationaux. C'est là une conséquence directe de l'hypothèse d'une politique monétaire d'accompagnement (qui maintient constants les taux d'intérêt contrôlés par les autorités), d'où il résulte que, dès qu'un excédent de la balance courante apparaît, cet effet l'emporte sur les considérations de mouvements de capitaux dans la détermination du taux de change.

La simulation des effets d'un choc monétaire (relèvement d'un point des taux d'intérêt) en régime de taux flottant fait apparaître une tendance très nette, mais différenciée, des taux de **change** à s'apprécier à la suite du resserrement de la politique monétaire, l'effet restrictif de celle-ci sur l'activité économique se trouvant ainsi évidemment accentué. En outre, la légère tendance endogène à la baisse du taux d'inflation national est renforcée par la contraction encore plus marquée de la demande intérieure et par l'amélioration des termes de l'échange. Dans certains modèles nationaux, les répercussions de la politique monétaire restrictive sur l'activité économique finissent au bout de sept ans par s'inverser, du fait des effets sur les patrimoines.

	T1	1977			1978	1979	1980	1981
		T2	T3	T4	T4	T4	T4	T4
<b>World Model de l'EPA</b>								
Allemagne (\$/DM)	-1.61	-1.53	-1.81	-2.18	-4.44	-6.78	-9.81	-8.47
Japon (\$/Yen)	-1.04	-1.69	-2.17	-2.00	-3.20	-4.77	-6.95	-5.34
États-Unis (moyenne pondérée/\$)	-0.01	-0.20	-0.28	-0.21	0.29	1.27	2.51	3.24
<b>Multi-Country model de la Réserve fédérale</b>								
Allemagne (\$/DM)	0	-0.2	-0.5	-0.8	-2.5	-4.4	-6.4	-7.6
Japon (\$/Yen)	-0.1	-0.2	-0.4	-0.6	-1.2	-2.0	-3.1	-3.8
États-Unis (moyenne pondérée/\$)	0.1	0.2	0.4	0.7	0.9	0.2	-0.2	0
<b>Modèle Link</b>								
Allemagne (\$/DM)	-0.3	-0.7	-1.2	-1.6	-2.3	-4.0	-5.6	-8.0
Japon (\$/Yen)	-0.2	-0.3	-0.7	-0.9	-2.0	-3.2	-6.0	-6.8
États-Unis (moyenne pondérée/\$)	-0.4	-0.5	0.2	0.8	1.0	1.2	2.0	2.5

**B. Effet d'une modification du taux d'escompte (réduction de 2 points du taux du pays considéré)<sup>a</sup>**

<b>World model de l'EPA</b>								
Allemagne (\$/DM)	-4.18	-4.60	-4.26	-4.21	-5.83	-8.56	-15.55	-15.82
Japon (\$/Yen)	-2.78	-3.52	-4.01	-4.66	-8.50	-8.23	-8.38	-8.14
États-Unis (moyenne pondérée/\$)	-0.96	-1.05	-0.94	-0.82	-0.74	-0.48	-0.44	-0.02
<b>Multi-country model de la Réserve fédérale</b>								
Allemagne (\$/DM)	-1.4	-1.5	-1.8	-1.3	-2.0	-2.0	-2.1	-2.0
Japon (\$/Yen)	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-1.2	-1.8	-2.7	-3.1
États-Unis (moyenne pondérée/\$)	-0.6	-1.0	-1.2	-1.3	-1.0	-1.0	-1.1	-1.6
<b>Modèle Link</b>								
Allemagne (\$/DM)	-2.3	-3.7	-4.0	-4.5	-4.7	-5.0	-5.2	-5.4
Japon (\$/Yen)	-0.9	-1.0	-1.2	-1.2	-1.4	-2.0	-2.4	-2.7
États-Unis (moyenne pondérée/\$)	-1.4	-1.7	-2.0	-3.2	-3.3	-3.0	-2.6	-2.0

a) L'agrégat monétaire pour lequel est fixé un objectif est maintenu à son niveau de référence, les taux d'intérêt sont endogènes.

Source: Résultats présentés à la réunion sur le projet Link, Tsukuba, Japon, septembre 1983.

Cet aperçu général des réactions des taux de change aux modifications de la politique économique est confirmé grosso modo, au troisième niveau, par plusieurs modèles « mondiaux » ou multinationaux : le Modèle économique mondial de l'Office de planification économique du gouvernement japonais, le « Multi-Country Model » du Federal Reserve Board et les modèles construits dans le cadre du projet Link. Les réactions des taux de change d'après ces modèles s'apparentent plus ou moins étroitement aux résultats obtenus avec les modèles nationaux. Le tableau 1 présente les variations de taux de change résultant d'une inflexion de la politique budgétaire et d'une modification du taux d'escompte d'après ces trois modèles (tels qu'ils se présentaient en septembre 1983).

### Incidence du régime des taux de change

L'interaction des politiques macro-économiques et des taux de change n'est pas la même suivant que le pays considéré applique le « flottement dirigé » (régime dans lequel la fixation des taux d'intérêt s'inspire à la fois des préoccupations de masse monétaire et des taux de change) ou le ((flottement à l'état pur » (les autorités

Tableau 2. Effets d'une augmentation de un pour cent de la demande de monnaie à long terme<sup>a</sup> en régime de flottement dirigé : écart en pourcentage par rapport au cas de référence

Variable	Semestre	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Royaume-Uni	Italie	Canada
PNB/PIB réel	1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
	10	-0.09	-0.06	-0.06	-0.02	-3.02	-0.05	-0.01
Indice implicite des prix du PIB	1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2	-0.00	-0.01	-0.00	-0.01	-0.00	-0.00	-0.01
	10	-0.25	-0.27	-0.16	-0.19	-0.13	-0.09	-0.07
Taux d'intérêt à court terme <sup>b</sup>	1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2	0.26	0.19	0.11	0.07	0.07	0.10	0.08
	10	0.20	0.03	0.03	-0.01	0.02	0.05	0.01
Taux <sup>b</sup> d'inflation	1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
	10	-0.10	-0.11	-0.07	-0.07	-0.04	-0.03	-0.02
Taux de change effectif en termes nominaux	1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2	0.09	0.10	0.06	0.04	0.04	0.05	0.04
	10	0.31	0.33	0.21	0.19	0.15	0.16	0.09
Taux de change effectif en termes réels	1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2	0.08	0.09	0.05	0.03	0.03	0.05	0.04
	10	0.02	0.05	0.02	-0.01	0.02	0.07	0.01
Masse monétaire	1	0.19	0.48	0.21	0.33	0.30	0.22	0.40
	2	0.23	0.64	0.33	0.52	0.40	0.29	0.55
	10	0.13	0.59	0.58	0.76	0.71	0.53	0.88

a) La courbe de demande de monnaie atteint progressivement son niveau de longue période, suivant la vitesse d'ajustement estimée. Les modèles par pays sont reliés entre eux mais le choc ne vise que le pays considéré.

b) Écart par rapport au cas de référence en points.

s'abstenant alors d'intervenir sur les marchés de change et pouvant ainsi maintenir la croissance monétaire en conformité avec l'objectif). L'incidence de ce régime sur l'interaction de la politique macro-économique et du taux de change a été étudiée dans une série de simulations effectuées à l'aide d'une version réduite à sept pays du modèle INTERLINK construit par le Secrétariat de l'OCDE<sup>5</sup>.

Les simulations envisagent d'abord un relèvement de la courbe de demande de monnaie d'un pays (de 1 pour cent en longue période). Si les objectifs monétaires ne sont pas modifiés, le taux d'intérêt intérieur aura tendance à augmenter et le taux de change à s'apprécier. L'ampleur de la hausse dépend du degré de réalisation des objectifs monétaires. Dans le cas du flottement dirigé (tableau 2) on prévoit un certain accompagnement monétaire (calculé à partir des fonctions estimées de réactions des autorités) visant à éviter une hausse trop forte de la valeur de la monnaie. Dans le cas du flottement pur, l'évolution de la masse monétaire suit évidemment l'objectif, de sorte que l'effet sur le taux de change est bien plus marqué. Toutefois, l'effet sur moyenne période de la modification de la demande de monnaie dépend, entre autres, de l'élasticité de la demande de monnaie par rapport au taux d'intérêt et du degré de flexibilité des prix (tableau 3). Si les prix sont

**Tableau 3. Effets d'une augmentation de un pour cent de la demande de monnaie à long terme<sup>a</sup> en régime de flottement pur : écart en pourcentage par rapport au cas de référence**

Variable	Semestre	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Royaume-Uni	Italie	Canada
<b>PNB/PIB réel</b>	1	-0.01	-0.04	-0.02	-0.02	-0.00	-0.00	-0.00
	2	-0.03	-0.10	-0.05	-0.07	-0.02	-0.03	-0.02
	10	-0.07	-0.01	-0.08	-0.11	-0.06	-0.10	-0.08
Indice implicite des prix du PIB	1	-0.02	-0.03	-0.02	-0.06	-0.01	-0.01	-0.03
	2	-0.04	-0.08	-0.05	-0.14	-0.04	-0.02	-0.07
	10	-0.45	-1.07	-0.67	-1.35	-0.49	-0.24	-0.56
Taux d'intérêt à court terme <sup>b</sup>	1	<b>0.41</b>	1.10	0.55	0.74	0.19	0.23	0.35
	2	<b>0.38</b>	0.89	0.48	0.55	0.18	0.22	0.32
	10	0.11	-0.29	-0.15	<b>0.45</b>	0.05	0.13	<b>0.11</b>
Taux <sup>b</sup> d'inflation	1	-0.03	-0.06	-0.04	-0.11	-0.03	-0.01	-0.06
	2	-0.05	-0.10	-0.06	-0.17	-0.05	-0.02	-0.09
	10	<b>-0.14</b>	-0.30	-0.22	-0.25	-0.16	-0.08	<b>-0.13</b>
Taux de change effectif en termes nominaux	1	0.21	0.57	<b>0.28</b>	0.40	<b>0.10</b>	0.12	0.19
	2	0.34	<b>0.83</b>	<b>0.43</b>	0.60	<b>0.18</b>	0.19	0.32
	10	0.68	<b>0.83</b>	<b>0.58</b>	0.86	0.56	0.40	0.72
Taux de change effectif en termes réels	1	<b>0.19</b>	<b>0.53</b>	<b>0.26</b>	<b>0.34</b>	<b>0.09</b>	0.11	0.16
	2	0.27	0.74	<b>0.37</b>	<b>0.46</b>	<b>0.14</b>	0.17	0.24
	10	-0.03	-0.24	-0.17	-0.48	0.06	0.16	0.13
Masse monétaire	1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

a) La courbe de demande de monnaie atteint progressivement son niveau de longue période, suivant la vitesse d'ajustement estimée. Les modèles par pays sont reliés entre eux, mais le choc ne vise que le pays considéré.

b) Ecart par rapport au cas de référence en points.

**Tableau 4. Effets d'une augmentation de un point des taux d'intérêt aux États-Unis tous les autres pays étant en régime de flottement dirigé : écart en pourcentage par rapport au cas de référence**

Variable	Semestre	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Royaume-Uni	Italie	Canada
PNB/PIB réel	1	-0.03	-0.01	-0.03	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01
	2	-0.08	0.00	-0.04	-0.03	-0.01	-0.00	-0.00
	10	-0.33	-0.14	-0.13	-0.29	-0.06	0.02	-0.04
Indice implicite des prix du PIB	1	-0.03	0.02	0.01	0.01	0.03	0.01	0.03
	2	-0.07	0.04	0.02	0.02	0.07	0.03	0.07
	10	-1.12	0.29	-0.06	-0.63	0.45	0.39	0.25
Taux d'intérêt à court terme <sup>a</sup>	1	1.00	0.19	0.42	0.45	0.39	0.24	0.58
	2	1.00	0.32	0.57	0.61	0.48	0.31	0.69
	10	1.00	0.80	0.82	0.82	0.84	0.64	0.96
Taux <sup>a</sup> d'inflation	1	-0.05	0.03	0.02	0.02	0.06	0.02	0.06
	2	-0.08	0.05	0.02	0.02	0.08	0.04	0.08
	10	-0.44	0.02	-0.08	-0.39	0.06	0.07	0.01
Taux de change effectif en termes nominaux	1	0.33	-0.39	-0.22	-0.13	-0.26	-0.26	-0.22
	2	0.50	-0.61	-0.32	-0.17	-0.42	-0.43	-0.35
	10	1.40	-1.49	-0.91	0.01	-1.42	-1.28	-1.29
Taux de change effectif en termes réels	1	0.28	-0.35	-0.19	-0.11	-0.21	-0.24	-0.17
	2	0.39	-0.51	-0.26	-0.13	-0.31	-0.38	-0.22
	10	0.18	-0.21	-0.12	-0.11	-0.12	-0.33	-0.00
Masse monétaire	1	-0.46	-0.07	-0.13	-0.16	-0.56	-0.20	-0.59
	2	-0.85	-0.12	-0.29	-0.33	-1.06	-0.42	-1.04
	10	-3.22	-0.45	-1.25	-1.65	-3.26	-1.73	-2.25

a) Écart par rapport au cas de référence en points.

suffisamment flexibles à la baisse, l'appréciation du taux de change nominal peut aller de pair avec une dépréciation du taux *réel* et les taux d'intérêt nominaux peuvent aussi accuser une baisse au bout de dix semestres. Le taux de change s'apprécie progressivement sous l'effet du choc. Cette évolution résulte directement du mécanisme d'anticipations d'adaptation qui prévoit un ajustement retardé à la parité des pouvoirs d'achat. Avec des anticipations rationnelles – ou d'autres formules de caractère prospectif – l'appréciation initiale serait bien plus forte.

Dans le même ordre d'idées, il est intéressant de se demander dans quelle mesure les pays sont conduits à importer la politique monétaire de leurs voisins, même en régime de taux de change flottants. On a donc simulé une hausse de 1 point des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis. Pour plus de simplicité, on a laissé de côté les objectifs monétaires de ce pays, mais la hausse des taux d'intérêt pouvait résulter d'un abaissement de l'objectif de croissance de la masse monétaire. Les tableaux 4 et 5 montrent les effets de ce relèvement, tant aux États-Unis que dans les autres pays considérés, selon qu'ils déterminent leur politique monétaire en fonction des réactions antérieures (tableau 4), ou que l'objectif de croissance de la masse monétaire est strictement respecté (tableau 5). Dans les deux cas, les taux

**Tableau 5. Effets d'une augmentation de un point des taux d'intérêt aux États-Unis en régime de flottement pur : écart en pourcentage par rapport au cas de référence**

Variable	Semestre	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Royaume-Uni	Italie	Canada
PNB/PIB réel	1	-0.03	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.00
	2	-0.09	0.02	0.00	-0.00	0.02	0.02	0.04
	10	-0.35	-0.08	0.06	-0.05	0.19	0.22	0.18
Indice implicite des prix du PIB	1	-0.04	0.02	0.02	0.03	0.05	0.01	0.07
	2	-0.10	0.05	0.05	0.07	0.13	0.04	0.18
	10	-1.45	0.52	0.67	0.70	1.67	0.55	1.38
Taux d'intérêt à court terme <sup>a</sup>	1	1.00	0.04	0.05	0.07	0.03	0.01	0.07
	2	1.00	0.14	0.11	0.15	0.07	0.03	0.14
	10	1.00	0.59	0.75	0.72	0.50	0.26	0.64
Taux <sup>a</sup> d'inflation	1	-0.08	0.04	0.04	0.06	0.10	0.03	0.14
	2	-0.13	0.06	0.07	0.09	0.16	0.05	0.22
	10	-0.52	0.12	0.22	0.14	0.54	0.19	0.31
Taux de change effectif en termes nominaux	1	0.52	-0.46	-0.38	-0.24	-0.41	-0.29	-0.50
	2	0.87	-0.73	-0.62	-0.39	-0.71	-0.49	-0.87
	10	2.74	-2.06	-1.67	-1.11	-3.02	-1.69	-3.06
Taux de change effectif en termes réels	1	0.45	-0.41	-0.34	-0.20	-0.34	-0.27	-0.40
	2	0.68	-0.60	-0.51	-0.30	-0.53	-0.43	-0.60
	10	0.39	-0.37	-0.14	-0.11	-0.45	-0.70	-0.38
Masse monétaire	1	-0.47	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2	-0.89	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10	-3.56	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

a) Écart par rapport au cas de référence en points.

d'intérêt augmentent dans tous les autres pays et l'on peut donc dire qu'ils « importent » le changement de politique monétaire opéré aux États-Unis. La hausse est moins forte lorsque les objectifs monétaires sont strictement fixés, mais elle est néanmoins importante.

Si l'on considère maintenant les effets d'une modification de la politique budgétaire, les résultats des simulations effectuées avec la version réduite d'INTERLINK (tableaux 6 et 7) viennent corroborer certaines des indications données plus haut. Dans le cas du flottement pur, une réduction des dépenses publiques sans modification de la croissance de la masse monétaire tend à entraîner, dans tous les pays, une dépréciation du taux de change effectif sur courte période, mais dans des proportions variables (tableau 6). Les pays dans lesquels la dépréciation est la plus forte – de l'ordre d'un demi pour cent – sont ceux dans lesquels la demande de monnaie réagit le plus fortement aux fluctuations de l'activité en termes réels et dans lesquels l'élasticité de cette demande par rapport au taux d'intérêt est la plus faible, à savoir le Japon, l'Allemagne et la France. La dépréciation du taux de change nominal observée sur le court terme ne persiste pas dans tous les pays ; aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Italie et au Canada, on observe finalement une appréciation lorsque les objectifs monétaires sont respectés.

**Tableau 6. Effets d'une réduction des dépenses publiques en termes réels<sup>a</sup> sans accompagnement de la politique monétaire en régime de flottement pur : écart en pourcentage par rapport au cas de référence**

Variable	Semestre	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Royaume-Uni	Italie	Canada
PNB/PIB réel	1	-0.73	<b>-0.60</b>	<b>-0.69</b>	<b>-0.56</b>	-0.45	-0.58	-0.50
	2	-0.72	<b>-0.53</b>	<b>-0.55</b>	<b>-0.51</b>	-0.44	-0.57	-0.49
	<b>10</b>	-0.44	<b>0.02</b>	<b>0.06</b>	0.25	<b>0.26</b>	-0.43	-0.36
Indice implicite des prix du PIB	1	-0.06	<b>-0.03</b>	<b>-0.03</b>	-0.07	-0.05	<b>-0.02</b>	-0.01
	2	<b>-0.18</b>	<b>-0.11</b>	<b>-0.11</b>	-0.02	-0.14	<b>-0.06</b>	<b>-0.04</b>
	<b>10</b>	-2.93	<b>-1.32</b>	<b>-1.47</b>	<b>-1.68</b>	<b>-2.25</b>	-1.03	<b>-0.83</b>
Taux d'intérêt à court terme <sup>b</sup>	1	-0.34	<b>-1.18</b>	-0.71	<b>-0.70</b>	-0.11	-0.12	-0.12
	<b>2</b>	-0.50	-1.19	<b>-0.81</b>	<b>-0.90</b>	-0.15	-0.15	-0.14
	10	-2.36	-1.83	-1.31	-1.43	-0.67	<b>-0.48</b>	-0.46
Taux <sup>b</sup> d'inflation	1	<b>-0.12</b>	<b>-0.07</b>	-0.07	-0.14	-0.09	-0.04	<b>-0.03</b>
	2	-0.24	-0.15	-0.15	-0.28	-0.19	-0.08	-0.06
	10	-0.97	-0.31	-0.36	-0.15	-0.73	<b>-0.35</b>	-0.28
Taux de change effectif en termes nominaux	1	-0.04	<b>-0.55</b>	-0.32	<b>-0.29</b>	-0.02	-0.04	-0.05
	<b>2</b>	-0.07	<b>-0.83</b>	<b>-0.51</b>	-0.47	0.01	<b>-0.05</b>	<b>-0.07</b>
	10	<b>0.34</b>	<b>-0.75</b>	-0.11	<b>-0.06</b>	<b>1.48</b>	<b>0.50</b>	0.31
Taux de change effectif en termes réels	1	<b>-0.08</b>	<b>-0.58</b>	-0.34	<b>-0.36</b>	-0.06	-0.06	-0.06
	<b>2</b>	<b>-0.17</b>	<b>-0.91</b>	-0.58	-0.67	-0.12	-0.11	-0.10
	<b>10</b>	<b>-0.98</b>	<b>-1.75</b>	-1.10	-1.54	-0.65	<b>-0.44</b>	<b>-0.43</b>

a) Égale à 0.5 pour cent du PIB et intervenant uniquement dans le pays considéré. Les modèles par pays sont toutefois reliés entre eux.

b) Écart par rapport au cas de référence en points.

Toutefois, dans tous les cas, on enregistre en termes *réels* une dépréciation dont l'ampleur dépend, premièrement de la valeur du multiplicateur de la dépense publique et, deuxièmement, du degré d'ouverture de l'économie et, donc, de la sensibilité de la demande aux fluctuations du taux de change réel. Plus l'économie a un caractère ouvert, moins la modification du taux de change réel nécessaire pour rétablir l'équilibre interne est importante. Quant à savoir si la dépréciation en termes réels correspond à une appréciation en termes nominaux, tout dépend de la réactivité du niveau des prix. Il semble qu'aux États-Unis, en particulier, les prix soient flexibles à la baisse, de sorte que la simulation fait apparaître au bout de dix semestres une appréciation en termes nominaux.

Si des objectifs extérieurs contribuent à orienter la politique monétaire, comme c'est le cas dans les simulations présentées au tableau 7, l'effet sur le taux de change peut être très différent. En l'occurrence, les pressions à la baisse des taux d'intérêt sont moins importantes que dans le premier ensemble de simulations, sauf pour l'Italie, du fait qu'il n'y a pas d'objectifs monétaires à respecter. Dans le cas de l'Italie, un poids non négligeable a été attribué dans la fonction de réaction à la résistance aux fluctuations de taux de change et les effets de l'endettement ont été considérés comme importants, de sorte qu'au bout de dix semestres, les pressions à

**Tableau 7. Effets d'une réduction des dépenses publiques en termes réels<sup>a</sup> en régime de flottement dirigé : écart en pourcentage par rapport au cas de référence**

Variable	Semestre	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Royaume-Uni	Italie	Canada
PNB/PIB réel	1	-0.74	-0.64	-0.61	-0.58	-0.45	-0.59	-0.50
	2	-0.74	-0.64	<b>-0.61</b>	-0.58	-0.45	-0.58	<b>-0.50</b>
	10	-0.58	-0.47	<b>-0.46</b>	-0.55	<b>-0.33</b>	<b>-0.01</b>	-0.47
Indice implicite des prix du PIB	1	<b>-0.07</b>	-0.07	<b>-0.06</b>	<b>-0.12</b>	<b>-0.05</b>	<b>-0.02</b>	<b>-0.02</b>
	2	-0.20	<b>-0.19</b>	<b>-0.17</b>	-0.36	-0.16	<b>-0.06</b>	-0.07
	10	-3.39	-3.19	<b>-2.95</b>	-6.51	-2.56	<b>-0.67</b>	-1.23
Taux d'intérêt à court terme <sup>b</sup>	1	0.00	0.00	0.00	<b>-0.01</b>	0.00	0.00	0.00
	2	-0.22	-0.21	-0.15	<b>-0.09</b>	-0.07	<b>-0.16</b>	<b>-0.03</b>
	10	-2.05	-0.75	-0.52	-0.57	-0.48	-1.68	<b>-0.08</b>
Taux <sup>b</sup> d'inflation	1	-0.13	-0.13	-0.12	-0.24	-0.11	-0.05	-0.05
	2	-0.26	-0.25	<b>-0.23</b>	-0.48	-0.20	<b>-0.08</b>	-0.09
	10	-1.17	-1.10	<b>-1.02</b>	-2.33	-0.86	-0.13	-0.45
Taux de change effectif en termes nominaux	1	0.03	0.04	0.03	0.07	0.03	0.01	0.01
	2	0.06	0.04	0.06	0.23	0.09	<b>-0.03</b>	0.04
	10	1.36	2.15	2.16	5.58	1.93	-1.03	1.07
Taux de change effectif en termes réels	1	-0.02	<b>-0.02</b>	<b>-0.02</b>	-0.05	<b>-0.02</b>	<b>-0.01</b>	<b>-0.01</b>
	2	<b>-0.08</b>	<b>-0.14</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.12</b>	-0.06	<b>-0.09</b>	-0.03
	10	-0.63	<b>-0.73</b>	-0.51	-0.74	-0.51	-1.57	-0.10
Masse monétaire	1	-0.15	-0.51	<b>-0.26</b>	-0.31	-0.17	<b>-0.11</b>	-0.14
	2	-0.26	-0.78	-0.49	-0.64	-0.26	-0.08	-0.22
	10	-1.15	-3.37	-3.15	-6.57	-0.12	3.48	-1.31

*al* Égale à 0.5 pour cent du PIB et intervenant uniquement dans le pays considéré. Les modèles par pays sont toutefois reliés entre eux.

*b)* Écart par rapport au cas de référence en points.

**Tableau 8. Effets sur chacun des sept grands pays d'une réduction en termes réels des dépenses publiques aux États-Unis<sup>a</sup> sans accompagnement de la politique monétaire et en régime de flottement pur : écart en pourcentage par rapport au cas de référence**

Variable	Semestre	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Royaume-Uni	Italie	Canada
PNB/PIB réel	1	-0.73	-0.13	-0.24	-0.16	-0.14	-0.19	-0.10
	2	-0.72	-0.13	-0.23	-0.16	-0.16	-0.21	-0.11
	10	-0.44	-0.14	-0.25	0.00	-0.54	-0.63	-0.52
Indice implicite des prix du PIB	1	-0.06	-0.02	-0.02	-0.04	-0.04	-0.02	-0.03
	2	-0.18	-0.05	-0.07	-0.12	-0.12	-0.05	<b>-0.09</b>
	10	-2.93	-0.98	<b>-1.38</b>	-1.60	-2.77	-1.10	-1.95
Taux d'intérêt à court terme <sup>b</sup>	1	-0.34	-0.28	<b>-0.32</b>	-0.25	<b>-0.05</b>	<b>-0.05</b>	<b>-0.05</b>
	2	-0.50	-0.34	<b>-0.40</b>	<b>-0.38</b>	<b>-0.09</b>	-0.07	<b>-0.09</b>
	10	-2.36	-1.73	-1.75	-1.88	-0.93	-0.58	<b>-1.06</b>
Taux <sup>b</sup> d'inflation	1	-0.12	-0.03	<b>-0.04</b>	-0.08	-0.08	-0.03	-0.06
	2	-0.24	-0.06	<b>-0.10</b>	-0.15	<b>-0.16</b>	<b>-0.06</b>	-0.13
	10	-0.97	<b>-0.36</b>	-0.51	-0.46	-1.16	-0.47	-0.76
Taux de change effectif en termes nominaux	1	-0.04	<b>-0.01</b>	<b>-0.03</b>	0.02	0.13	0.11	0.12
	2	-0.07	<b>-0.01</b>	<b>-0.06</b>	0.02	0.24	0.19	0.21
	10	0.34	-1.19	<b>-0.83</b>	-0.53	1.50	0.36	0.45
Taux de change effectif en termes réels	1	-0.08	0.04	0.00	0.02	0.14	0.14	0.15
	2	<b>-0.17</b>	0.11	0.03	0.03	0.27	0.28	0.29
	10	-0.98	0.61	0.42	0.05	1.26	1.54	1.34

*al* Égale à 0.5 pour cent du PIB et intervenant uniquement aux États-Unis ; la politique budgétaire des autres pays reste inchangée.

*b)* Écart par rapport au cas de référence en points.



**Tableau 9. Effets sur chacun des sept grands pays d'une réduction en termes réels des dépenses publiques aux États-Unis<sup>a</sup> en régime de flottement dirigé : écart en pourcentage par rapport au cas de référence**

Variable	Semestre	États-Unis	Japon	Allemagne	France	Royaume Uni	Italie	Canada
PNB/PIB réel	1	-0.74	-0.15	-0.26	<b>-0.17</b>	-0.15	-0.20	-0.10
	2	-0.74	-0.15	-0.26	<b>-0.17</b>	-0.15	<b>-0.20</b>	-0.10
	10	<b>-0.58</b>	-0.29	<b>-0.26</b>	-0.13	<b>-0.29</b>	-0.43	-0.21
Indice implicite des prix du PIB	1	<b>-0.07</b>	<b>-0.02</b>	<b>-0.03</b>	<b>-0.04</b>	-0.02	-0.01	-0.01
	2	<b>-0.20</b>	<b>-0.05</b>	-0.08	<b>-0.12</b>	-0.07	-0.03	<b>-0.03</b>
	10	-3.39	-1.25	-1.51	-2.24	-1.77	<b>-0.78</b>	-0.78
Taux d'intérêt à court terme <sup>b</sup>	1	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00
	2	-0.22	<b>-0.09</b>	-0.15	-0.14	<b>-0.10</b>	<b>-0.07</b>	-0.13
	10	-2.0s	-1.24	-1.64	-1.68	<b>-1.36</b>	-0.93	-1.69
Taux <sup>b</sup> d'inflation	1	-0.13	-0.03	-0.05	-0.07	<b>-0.04</b>	<b>-0.02</b>	-0.02
	2	-0.26	-0.06	<b>-0.10</b>	-0.16	<b>-0.09</b>	<b>-0.04</b>	-0.04
	10	-1.17	-0.52	-0.56	-0.79	<b>-0.70</b>	<b>-0.33</b>	-0.30
Taux de change effectif en termes nominaux	1	0.03	-0.03	-0.02	<b>-0.00</b>	-0.02	-0.02	<b>-0.02</b>
	2	0.06	-0.04	-0.05	0.01	-0.03	<b>-0.03</b>	<b>-0.08</b>
	10	1.36	-1.09	-1.13	-0.02	-0.61	<b>-0.82</b>	-2.04
Taux de change effectif en termes réels	1	-0.02	0.01	0.01	0.00	0.02	0.02	0.02
	2	<b>-0.08</b>	0.09	0.04	0.02	0.08	0.09	0.08
	10	-0.63	0.83	0.30	0.11	0.61	<b>0.98</b>	0.43
Masse monétaire	1	<b>-0.15</b>	-0.12	-0.11	<b>-0.10</b>	-0.06	<b>-0.04</b>	-0.03
	2	-0.26	-0.17	-0.18	-0.16	0.02	0.02	0.07
	10	-1.15	-0.82	-0.40	<b>-1.03</b>	2.76	1.21	2.68

*a)* Egale à 0.5 pour cent du PIB et intervenant uniquement aux États-Unis ; la politique budgétaire des autres pays reste inchangée.

*b)* Écart par rapport au cas de référence en points.

la baisse sur les taux d'intérêt sont plus fortes que dans la première simulation. En outre, dans tous les pays, exception faite de l'Italie, une réduction de la dépense entraîne une appréciation du taux de change en raison des résultats favorables dans le domaine des prix. Il faut souligner une différence notable entre le cas du flottement pur et celui du flottement dirigé, à savoir que, dans le premier, les effets sur la production sont positifs, au bout de dix semestres, dans quelques pays (tableau 6), alors que, dans le second, ils sont toujours négatifs (tableau 7). Cela s'explique par le fait que la masse monétaire peut diminuer et que donc les taux d'intérêt s'établissent à un niveau plus élevé qu'il ne serait nécessaire pour des raisons purement intérieures.

Les tableaux 8 et 9 apportent des précisions sur les effets, notamment dans les autres pays, d'un resserrement budgétaire aux États-Unis. Dans tous les pays, on observe un effet restrictif sur l'activité économique ainsi que des pressions à la baisse sur les prix et sur les taux d'intérêt. Dans le cas du flottement pur comme dans celui du flottement dirigé, la dépréciation effective du dollar en termes réels se

traduit en contrepartie par une appréciation des autres monnaies en termes réels dont l'ampleur diffère toutefois sensiblement selon les pays. Comme on l'a souligné plus haut, elle dépend de la spécification des fonctions de réaction de la politique monétaire – en particulier du poids accordé aux objectifs monétaires et aux taux de change – ainsi que des caractéristiques des fonctions de demande de monnaie. En outre, le degré de flexibilité des prix permet de déterminer que le taux de change nominal et le taux de change réel varient dans le même sens; dans le cas du flottement pur, avec le modèle utilisé ici, ils évoluent dans des directions opposées.

### III. LES ÉVOLUTIONS OBSERVÉES EFFECTIVEMENT

#### **Exemples d'interaction de la politique économique et du taux de change**

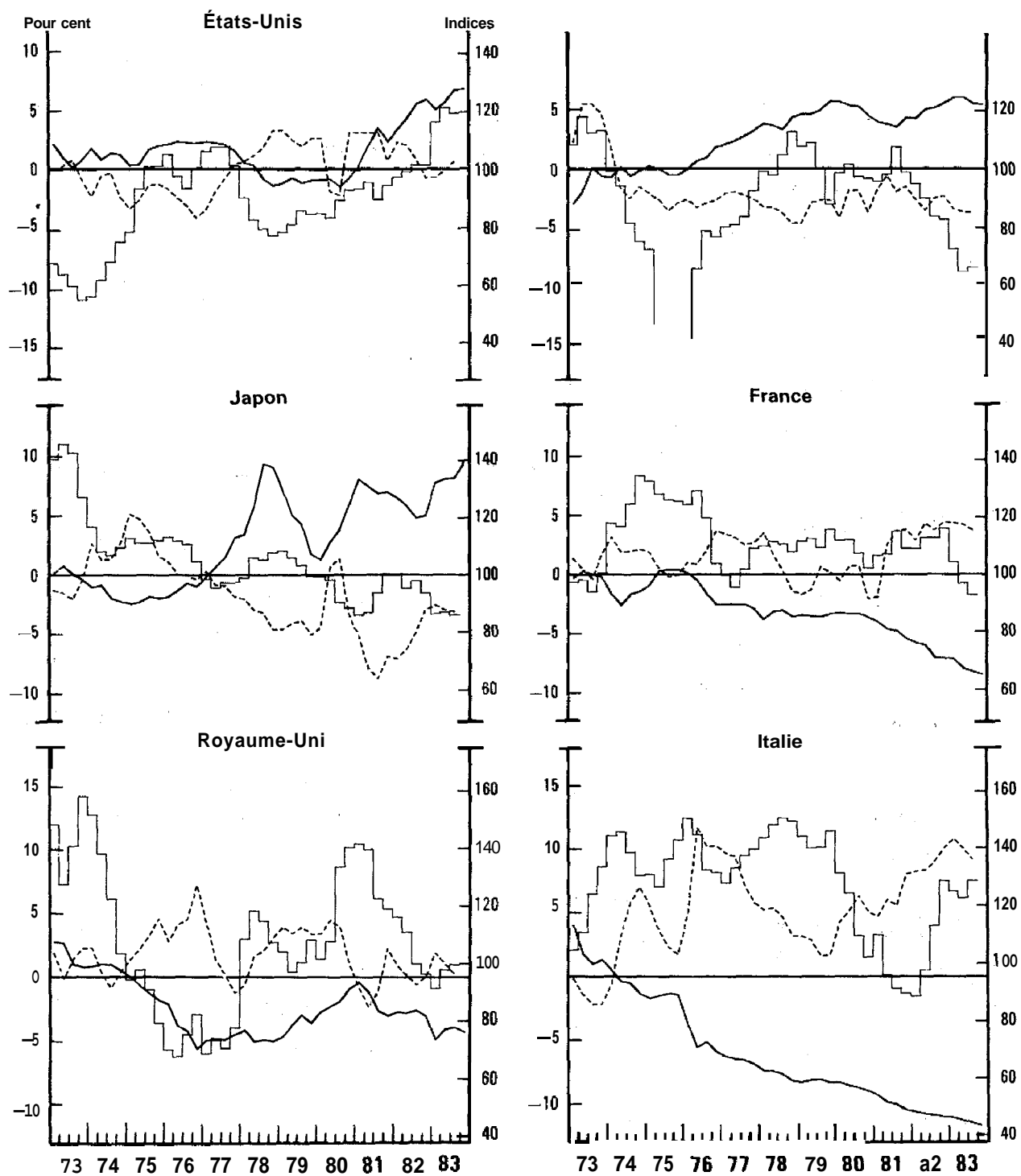
Il est intéressant de voir dans quelle mesure certaines des principales fluctuations des taux de change observées depuis 1971 (graphique 1) font apparaître effectivement une interaction directe et assez immédiate avec la politique économique. L'examen de l'évolution dans les pays du groupe des Dix<sup>6</sup> montre que cette interaction semble avoir été faible au cours de la première partie de la période de flottement. Depuis 1976, toutefois, la politique monétaire paraît avoir joué un rôle important dans un certain nombre de cas.

Au cours de la période transitoire aboutissant au flottement (milieu de 1971 – milieu de 1973), les fluctuations des taux de change ont davantage reflété les pressions refoulées et les déséquilibres qui s'étaient tentement accumulés pendant les années 60, que l'évolution économique et l'orientation des politiques économiques du moment. En règle générale, aucune action importante n'a été entreprise pour modifier les politiques et les conditions monétaires intérieures en vue de limiter les fluctuations des taux de change.

La politique macro-économique semble avoir joué un rôle relativement peu important dans les fluctuations de taux de change observées à la fin de 1973 et en 1974. Celles-ci semblent plutôt avoir été liées aux réactions du marché devant le premier choc pétrolier et à l'assouplissement des contrôles sur les mouvements de capitaux (par exemple, suppression par les États-Unis de tous les contrôles à la sortie et assouplissement dans un certain nombre de pays d'Europe des contrôles à l'entrée). Toutefois, le fait qu'aux États-Unis les conditions monétaires accompagnaient la conjoncture dans une moindre mesure et que la tenue des prix y était meilleure a pu aussi contribuer quelque peu au raffermissement du dollar à la fin de 1973.

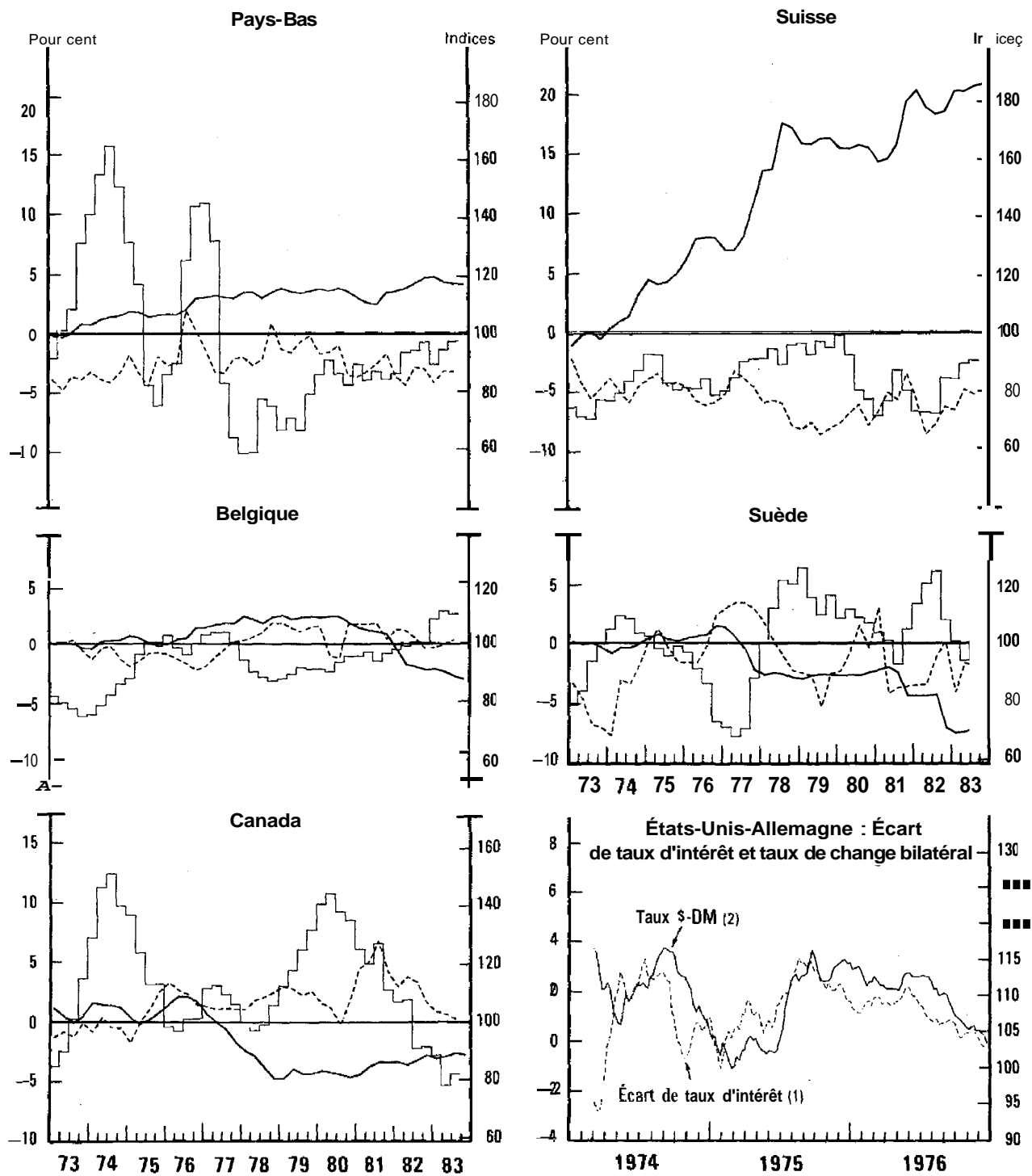
GRAPHIQUE 1  
**Croissance monétaire relative,  
 Écart de taux d'intérêt et taux de change**

— Taux de change nominal effectif (1973 T3 = 100; *échelle de droite*)  
 ..... Écart du taux d'intérêt nominal à court terme (taux intérieur moins taux étranger; *échelle de gauche*)  
 □ Expansion monétaire relative (M2 intérieure moins M2 à l'étranger; *échelle de gauche*)



## Croissance monétaire relative, Écart de taux d'intérêt et taux de change

Taux de change nominal effectif (1973 T3 = 100; *échelle de droite*)  
 Écart du taux d'intérêt nominal à court terme (taux intérieur moins taux étranger; *échelle de gauche*)  
 Expansion monétaire relative (M2 intérieure moins M2 à l'étranger; *échelle de gauche*)



1. Taux des certificats de dépôt aux Etats-Unis moins taux interbancaire à trois mois en Allemagne (*échelle de gauche*)  
 2. DM pour 1 dollar (*échelle de droite*)

La baisse du dollar pendant une bonne partie de 1977 et de 1978 ne met guère en évidence une association directe et immédiate entre **les** modifications de la politique macro-économique et les fluctuations de taux de change, car à cette époque c'est peut-être l'évolution macro-économique générale qui a joué le rôle principal. Les causes immédiates de la baisse ont probablement été la détérioration de la balance courante et l'aggravation de l'inflation (en particulier par rapport au Japon et à l'Allemagne) ainsi que d'éventuelles modifications des attitudes à l'égard des différentes monnaies et un infléchissement défavorable des anticipations. Ces dernières ont peut-être en partie reflété les préoccupations que suscitaient **les** politiques monétaire et budgétaire suivies, dont on craignait qu'elles ne s'avèrent inflationnistes et n'impliquent à l'avenir une baisse de la valeur du dollar. Le resserrement progressif de la politique monétaire n'a pas permis d'enrayer la dépréciation du dollar (bien qu'il en ait peut-être freiné le rythme) et **il** se pourrait que, par une interprétation simpliste, on ait conclu à une corrélation « anormale » entre taux d'intérêt nominaux et taux de change.

On a pu constater une association plus directe entre la politique économique et l'évolution du taux de change lorsque, en 1976, des pressions à la baisse se sont exercées sur la lire italienne, le sterling et le franc français. Dans les trois pays considérés, l'expansion monétaire avait été Graphique relativement forte au cours de l'année précédente par rapport aux autres pays du Groupe des Dix (graphique 1), reflétant, en Italie et au Royaume-Uni tout du moins, l'accompagnement par la politique monétaire de déficits budgétaires croissants. Face à ces pressions sur le taux de change, la politique monétaire a été durcie et les écarts de taux d'intérêt se sont creusés, ce qui a sans doute permis d'y remédier dans une certaine mesure. Cependant, **les** taux de change ayant continué à baisser, on pourrait, ici aussi, schématiser cette évolution en y voyant le résultat d'une relation « anormale » entre l'évolution des écarts de taux d'intérêt et celle des taux de change. En définitive, **les** trois monnaies se sont légèrement redressées.

L'importance du rôle de la politique monétaire en cette matière a été mise en évidence **par** ce qui s'est passé plus récemment en Italie, en France et aux États-Unis. En Italie, le besoin d'emprunt du secteur public a, de nouveau, augmenté considérablement en 1981, mais, comme la politique monétaire accompagnait relativement peu cette tendance, aucune pression ne s'est exercée sur le taux de change. En revanche, **la** politique budgétaire expansionniste adoptée par la France en 1981 a été accompagnée d'une expansion monétaire qui semble s'être traduite assez directement par des pressions défavorables sur le taux de change. Aux États-Unis, la politique budgétaire relativement expansionniste combinée à une politique monétaire restrictive est généralement considérée comme une des causes de l'appréciation sensible du dollar en 1981 et dans les premiers mois de 1982.

Le recours à la politique monétaire a aussi donné de bons résultats dans des pays ayant choisi de maintenir une « monnaie forte ». Aux Pays-Bas, par exemple,

une accélération de l'inflation et des perspectives de réévaluation éventuelle du deutschemark avaient menacé en 1976 la politique de « monnaie forte » menée par les autorités. Celles-ci ont réagi en ajustant les conditions monétaires intérieures dans le sens de l'austérité. Le florin s'est apprécié par rapport aux autres monnaies, ce qui a entraîné une forte contraction des marges bénéficiaires des entreprises, puis un tassement du niveau de l'activité économique. Toutefois, la fermeté du taux de change et la réduction de l'expansion monétaire a provoqué un ralentissement très sensible de l'inflation.

Dans un tel contexte, une autre solution consisterait à ne pas obliger le secteur intérieur réel à s'ajuster, en menant une politique de stabilisation du taux de change réel assortie d'interventions non neutralisées faisant baisser le taux de change nominal. Cette formule permet d'éviter une diminution sur le court terme de la production, mais elle implique une expansion monétaire intérieure qui, ajoutée à la dépréciation, tend à déstabiliser encore les prix intérieurs. C'est précisément alors qu'apparaît le mécanisme de « cercle vicieux » dans lequel inflation et dévaluation se renforcent mutuellement. En **1975-1976** puis, de nouveau, dans une certaine mesure, en **1980-1981**, le taux de change effectif de la Suède (mesure par les coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre) s'est régulièrement apprécié en termes réels sous l'effet de l'écart défavorable d'inflation résultant de la hausse rapide des coûts salariaux. Dans les deux cas, les autorités ont été conduites, pour des raisons de compétitivité, à dévaluer la monnaie, ce qui n'a fait qu'aviver la hausse des prix intérieurs.

Les taux de change peuvent aussi être influencés, dans une certaine mesure, par les anticipations du marché, si elles sont raisonnablement stables, concernant l'évolution future de la politique économique (et non plus les effets de son orientation à un moment donné). Nombreux sont ceux qui pensent que la vigueur actuelle du dollar est un bon exemple à cet égard, tout comme l'appréciation de la livre sterling en 1979-1980 en dépit du niveau alors relativement élevé de l'inflation au Royaume-Uni. Cette appréciation a tenu en partie aux effets de l'exploitation du pétrole de la Mer du Nord, mais elle peut aussi être attribuée en partie au fait que les engagements contractés par le nouveau gouvernement de mener une politique de lutte contre l'inflation sont apparus comme crédibles et que, dans ces conditions, le niveau élevé des taux d'intérêt nominaux était attrayant. Si la monnaie s'est appréciée au point d'atteindre un niveau que de nombreux observateurs ont jugé trop élevé pour être durable, il n'en est résulté initialement aucun effet sur la politique économique. En 1982, le taux de change est devenu, comme on l'a noté plus haut, un indicateur qui a été pris en compte dans la formulation de la politique monétaire du Royaume-Uni.

Les anticipations du marché concernant l'évolution future des politiques économiques (et leurs résultats) ont peut-être été un des facteurs qui expliquent le retournement des attitudes à l'égard des différentes monnaies aux dépens du dollar et au profit du deutschemark et du franc suisse en **1977-1978**. Lorsque les taux de

change réels ont atteint un niveau tel qu'ils allaient à l'encontre des objectifs ultimes des autorités, la réaction de ces dernières a été, en Allemagne comme en Suisse, d'intervenir activement et d'abandonner provisoirement les objectifs monétaires. Dans une large mesure, par cette réaction on pensait qu'il s'était produit une modification importante de la demande d'actifs libellés en monnaie nationale, à laquelle il était possible de faire face par une augmentation de l'offre sans risque d'inflation excessive, à condition que l'écart par rapport aux objectifs financiers ait un caractère temporaire et exceptionnel.

On peut encore mettre en évidence l'interaction des politiques économiques, anticipations et taux de change, en notant que certains des principaux glissements de taux de change observés au cours de la dernière décennie (la lire et la livre en **1976**, le dollar en **1978** et le franc français en **1983**) n'ont pu, en fin de compte, être stoppés que grâce à l'adoption et à l'annonce de trains de mesures qui semblaient impliquer une réorientation importante de la politique économique. Cela semble bien montrer que les modifications de la politique économique peuvent influencer sur les taux de change, si elles revêtent une ampleur suffisante ou si elles sont assez bien conçues (en particulier du point de vue de leurs effets sur les anticipations du marché).

Si l'on considère la période des taux de change flottants, il est frappant de constater, sur le graphique 1, l'absence de relation très étroite entre les mouvements de taux de change et les écarts de taux d'intérêt nominaux. A cet égard, on notera une exception : celle de l'évolution du taux dollar-DM et de l'écart entre le taux d'intérêt à court terme des États-Unis et celui de l'Allemagne au cours de la période **1974-1976** (graphique 1, dernière figure). Toutefois, la relation a été bien plus faible entre le taux de change effectif du dollar et le différentiel d'intérêt des États-Unis par rapport aux autres grands pays en moyenne, et pratiquement inexistante dans le cas des autres pays.

## Réflexions générales

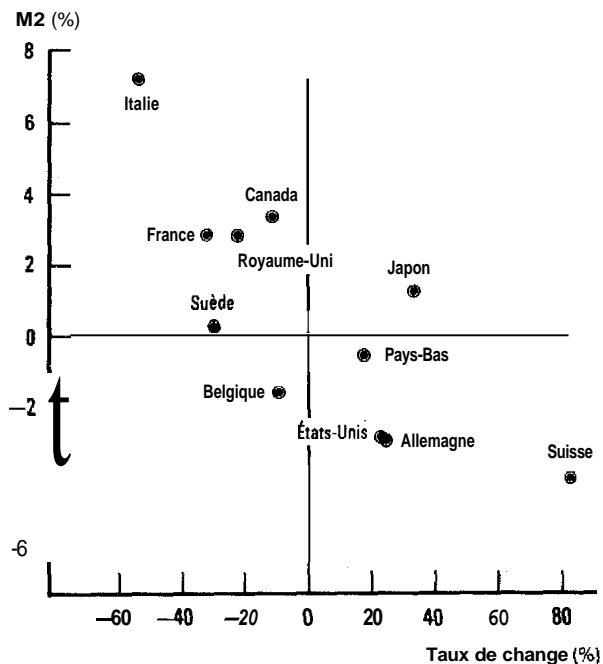
L'étude des interactions des taux de change et des politiques macro-économiques a été poursuivie, d'une manière plus globale, par l'examen d'un ensemble de graphiques représentatifs de la dispersion des variations nettes des taux de change au regard de divers indicateurs de l'orientation relative de la politique économique pour la période **1973-1983** (graphique 2).

La figure I de ce graphique semble indiquer une relation négative entre les variations du taux de change nominal et la croissance relative de la masse monétaire : on observe une appréciation dans les pays où la croissance de la masse monétaire est, d'un point de vue structurel, relativement lente, et vice versa. A la figure II on constate inversement que les taux d'intérêt nominaux sont en général relativement faibles dans les pays dont la monnaie s'apprécie, et vice versa.

GRAPHIQUE 2

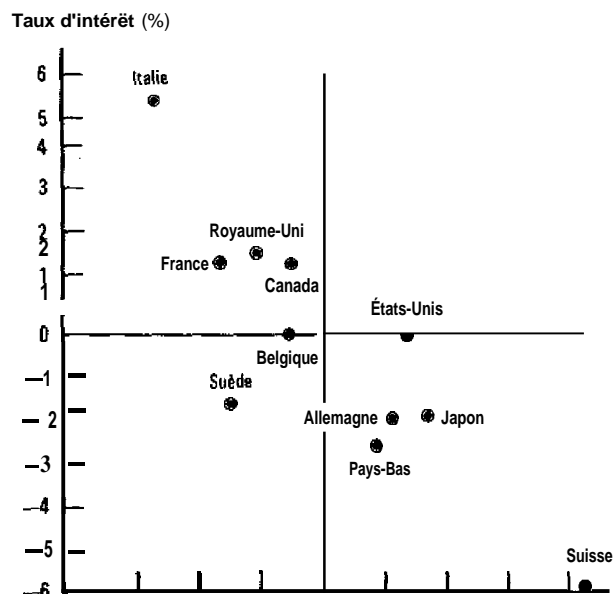
**Figure I**

Expansion monétaire relative moyenne  
(M2 intérieure moins M2 à l'étranger)  
et variation nette  
du taux de change effectif  
(entre le 3<sup>e</sup> trim. 1973 et le 3<sup>e</sup> trim. 1983)



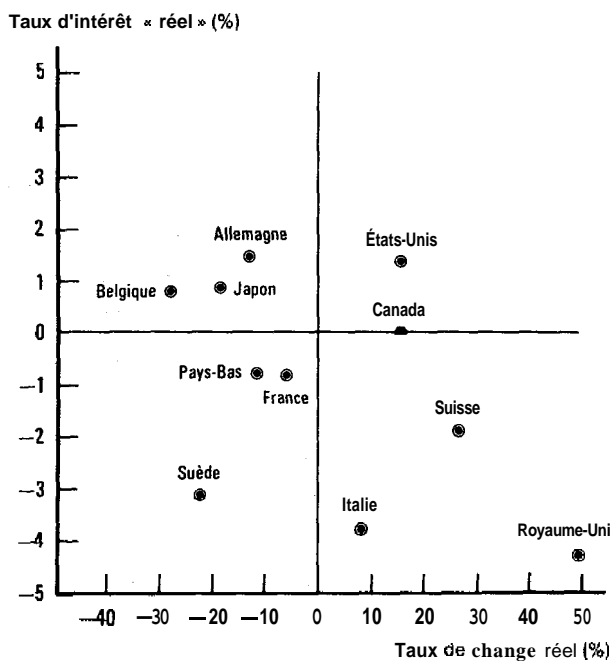
**Figure II**

Écart moyen des taux d'intérêt à court terme  
(taux national moins taux étranger)  
et variation nette  
du taux de change effectif  
(entre le 3<sup>e</sup> trim. 1973 et le 3<sup>e</sup> trim. 1983)

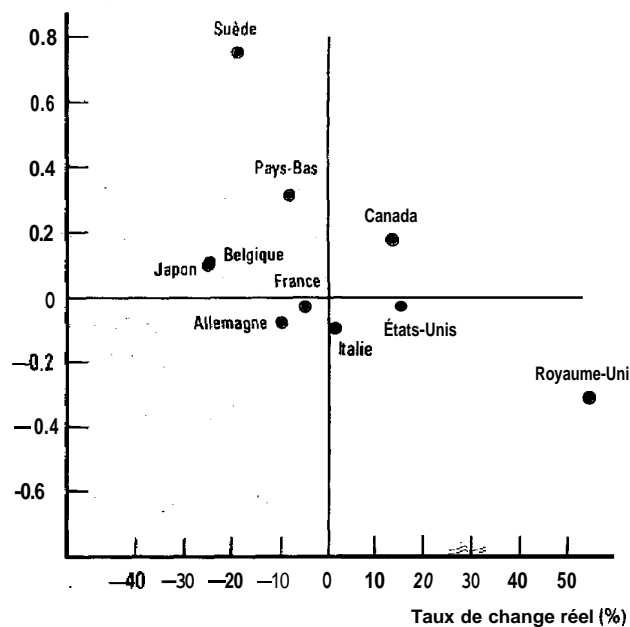


**Figure III**

Écart moyen des taux d'intérêt  
à court terme, corrigé de l'inflation,  
(taux national moins taux étranger)  
et variation nette  
du taux de change effectif réel  
(entre le 3<sup>e</sup> trim. 1973 et le 3<sup>e</sup> trim. 1983)



Solde budgétaire effectif (%)





Toutefois, aucune tendance manifeste ne ressort de la figure III du graphique qui représente simplement la relation entre les taux d'intérêt « réels » relatifs et les variations du taux de change « réel ».

Il faut souligner qu'il s'agit là de relations sur longue période ou de caractère structurel. Sur courte période, on peut s'attendre à ce qu'une variation des écarts de taux d'intérêt ou, d'une manière plus générale, une modification de la politique monétaire entraîne une variation correspondante des taux de change, c'est-à-dire que, provisoirement et abstraction faite de toute considération d'ordre structurel, des taux d'intérêt relativement élevés peuvent être associés à une amélioration du taux de change. Toutefois, le moment d'intervention revêt ici une grande importance ; les exemples étudiés dans la section précédente faisaient aussi apparaître, sur courte période, des associations apparemment « anormales » entre l'évolution des écarts de taux d'intérêt et celle des taux de change.

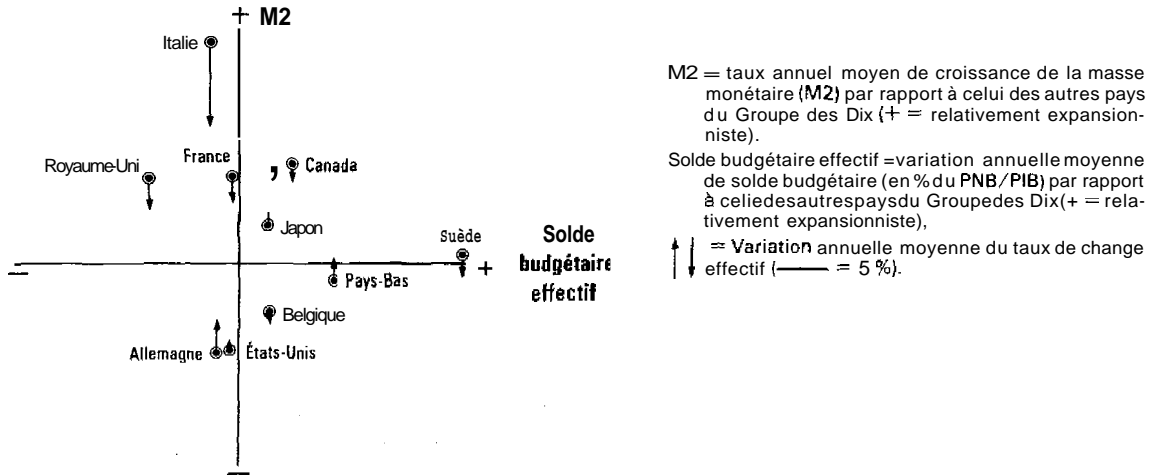
Il est plus probable que la corrélation entre taux d'intérêt et taux de change sera positive dans les périodes de neutralité approximative des anticipations concernant l'évolution du taux de change (cas du cours dollar-DM en 1975-1976), ou dans les périodes où les anticipations sont liées aux taux d'intérêt (cas des États-Unis en 1980) et dans la première phase d'une politique de lutte contre l'inflation qui devrait réussir, selon les agents économiques (cas du Royaume-Uni en 1979-1981, et des États-Unis au cours de la première année et demie de présence de l'Administration actuelle).

Si l'on examine maintenant les interactions de l'orientation relative de la politique budgétaire et de l'évolution du taux de change, la figure IV du graphique 2 semble faire apparaître une certaine relation entre le solde budgétaire effectif relatif et le taux de change réel (encore que cette impression soit beaucoup moins nette si l'on ne tient pas compte des deux pays qui constituent des cas extrêmes). L'analyse a été approfondie dans le graphique 3 qui examine à la fois le solde budgétaire relatif, l'expansion monétaire relative (ou les taux d'intérêt) et le taux de change pendant la période de flottement (1973-1982). Même si ces résultats doivent être considérés comme une première approximation, compte tenu des problèmes que pose la comparaison, par des moyens assez simples, de l'orientation de la politique économique et du dosage des mesures retenues par plusieurs pays, le tableau d'ensemble donné par le graphique 3 présente de l'intérêt. En gros, il donne à penser que, sur une période de plusieurs années, les facteurs monétaires ont plus d'influence que les facteurs budgétaires sur les taux de change nominaux tandis que les facteurs budgétaires ont plus d'incidence que les facteurs monétaires sur les taux de change réels.

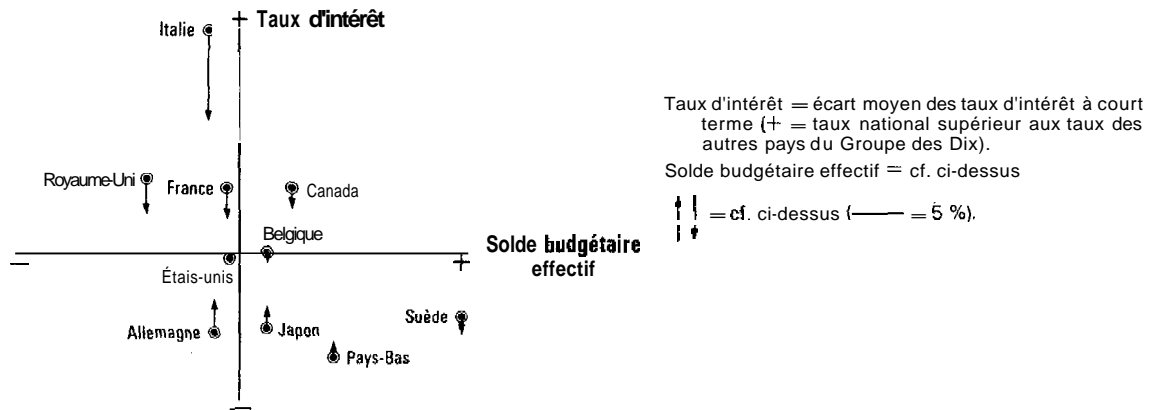
Cette impression est corroborée par les indications du graphique 3 pour la plupart des pays – mais non pour tous. Le Canada et la Suède, où la politique budgétaire est relativement expansionniste et où la croissance monétaire est relativement rapide, ont une monnaie qui se déprécie. Les pays qui appliquent un dosage sans conteste restrictif, Allemagne et États-Unis, ont une monnaie qui

# Certaines variables macro-économiques et taux de changes

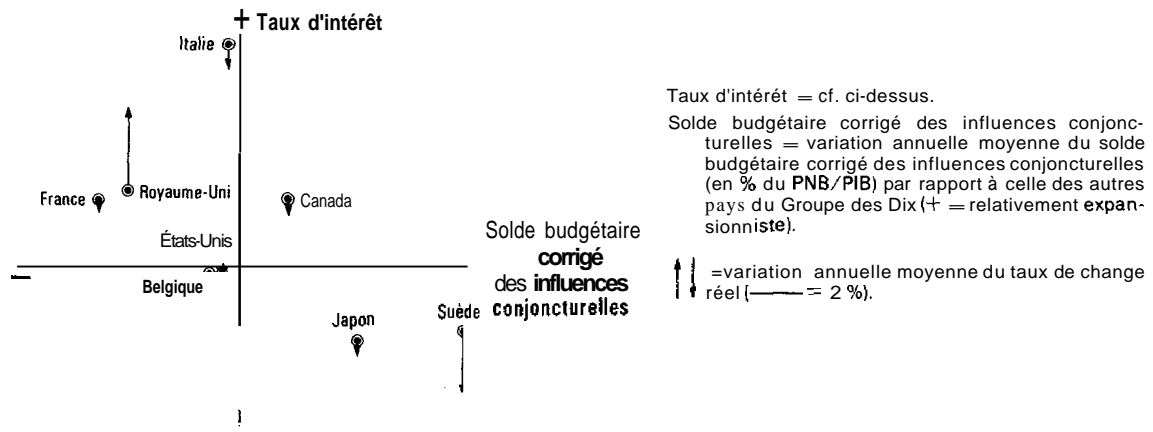
## I. Croissance monétaire relative, soldes budgétaires relatifs et taux de change (1973-1982)



## II. Taux d'intérêt relatifs, soldes budgétaires relatifs et taux de change (1973-1982)



## III. Taux d'intérêt relatifs, soldes budgétaires relatifs corrigés des influences conjoncturelles et taux de change réels (1973-1982)



s'apprécie (figure 1). Pour la plupart des pays dans lesquels on observe un solde budgétaire relativement expansionniste associé à une croissance monétaire relativement lente, et vice versa, le graphique 3 donne à penser que l'évolution du taux de change nominal correspond à l'orientation de la politique monétaire. En Italie, au Royaume-Uni et en France, où les conditions monétaires sont relativement expansionnistes, la monnaie se déprécie en dépit d'un solde budgétaire relativement restrictif. En revanche, aux Pays-Bas, où les autorités appliquent un dosage inverse, la monnaie s'apprécie. On aboutit à peu près aux mêmes conclusions lorsqu'on étudie les effets conjugués du **solde** budgétaire relatif et des écarts de taux d'intérêt nominaux (figure II). Enfin, le solde budgétaire relatif – corrigé des influences conjoncturelles ou effectif – semble avoir un peu plus d'incidence sur le taux de change réel que les variables monétaires (figure III).

## CONCLUSIONS

En définitive, l'orientation générale des politiques macro-économiques d'un pays par rapport à celles qui sont suivies ailleurs détermine dans une large mesure ce qu'il est convenu d'appeler les « données fondamentales », telles que productivité, inflation, compétitivité et situation de la balance courante ; celles-ci se reflètent elles-mêmes dans le taux de change. A court terme, les effets financiers, qui subissent fortement l'influence des anticipations et des doutes quant à l'orientation de l'action gouvernementale, peuvent être prédominants. Malgré les incertitudes inévitables, les observations qui ont servi de base à l'établissement de la présente note donnent bien à penser que la politique monétaire et la politique budgétaire exercent par elles-mêmes sur le taux de change des effets prévisibles dans leurs grandes lignes, du moins en ce qui concerne le sens des variations, au moment où s'inscrit l'action des autorités.

Cela ne veut pas dire que les autorités puissent en aucune manière maîtriser étroitement l'évolution du taux de change – à supposer même qu'elles soient disposées à donner beaucoup d'importance aux considérations de taux de change dans la définition de leurs instruments macro-économiques. Même si l'on fait abstraction de l'instabilité à court terme, la proportion des variations du taux de change que les variables monétaires ou budgétaires permettent « d'expliquer » est le plus souvent faible et tend à varier suivant la période d'observation. En outre, on ne peut guère se fier aux estimations empiriques de l'ampleur des effets exercés pour les modifications de la politique monétaire ou budgétaire et encore moins aux indications relatives au moment où se produisent ces effets.

L'incidence sur le taux de change de l'application déterminée de politiques macro-économiques est accrue si l'action menée est conçue de manière que les

anticipations aillent dans la direction, et non à l'encontre, du mouvement que les autorités s'efforcent de susciter. Quant à la capacité de la politique monétaire de pouvoir stabiliser le taux de change, par un ajustement des taux d'intérêt par exemple, **les** observations recueillies donnent à penser que, lorsque les marchés sont particulièrement instables, les autorités risquent de ne **pas** être en mesure d'enrayer des pressions à la baisse par des ajustements mineurs de leur politique. **Il** leur faudra peut-être, pour y parvenir, opérer un changement d'une certaine amplitude, s'accompagnant le cas échéant d'autres dispositions qui mettent bien en évidence une réorientation de leur politique macro-économique (comme ce fut le cas au Royaume-Uni la fin de **1976**, aux Etats-Unis en novembre **1978** et en octobre **1979**). Au demeurant, un ajustement relativement mineur de l'orientation monétaire peut susciter des pressions durables si le marché y voit le signe d'une orientation incompatible avec la stabilité du taux de change.

Si l'on excepte le petit groupe des pays dont les monnaies ont vraiment un caractère international, **il** ne semble y avoir aucune raison, théorique ou pratique, pour douter que les éléments classiques des programmes de stabilisation – freinage de l'expansion monétaire et réduction des déficits budgétaires – permettront, tôt ou tard, d'endiguer ou d'inverser **les** pressions qui tendent à faire baisser les taux de change, tandis que des politiques monétaires et budgétaires laxistes iront le plus souvent de pair avec une faiblesse de la monnaie.

Considérant maintenant le petit groupe des grandes monnaies, quelle différence peut-il résulter du fait que, si la politique monétaire et la politique budgétaire sont ajustées dans le même sens, dans un sens restrictif par exemple, leurs effets sur le taux de change peuvent se neutraliser ? Se peut-il qu'un emploi asymétrique de la politique monétaire et de la politique budgétaire permette, par exemple, d'aboutir simultanément à un effet expansionniste sur la demande intérieure et à un raffermissement du taux de change ? Dans la pratique, en ce qui concerne la dernière décennie, le seul cas où une combinaison asymétrique de ce genre semble avoir exercé un effet important sur le taux de change est celui du dollar au cours de la période récente. Au demeurant, **la** vigueur de cette monnaie a largement dépassé tout ce que des travaux empiriques attribueraient aux effets combinés de l'austérité monétaire et d'un déficit budgétaire considérable.

Plusieurs raisons, semble-t-il, incitent à penser que la portée d'une politique asymétrique est limitée. En premier lieu, les anticipations peuvent être telles que l'effet sur le marché des changes d'une divergence entre la politique monétaire et la politique budgétaire peut très bien l'emporter sur celui d'une orientation budgétaire agissant sur le taux de change dans « le mauvais » sens. En second lieu, dans un certain nombre de pays, il est probable que l'action budgétaire sera au moins en partie accompagnée ; plus il en sera ainsi, moins la question se posera. Troisièmement, même si les effets financiers de la détente budgétaire l'emportent à court terme, on peut prévoir que, dans la plupart des pays, l'influence de la situation

de la balance courante se fera sentir ultérieurement et jouera dans le sens de la dépréciation de la monnaie.

Les États-Unis constituent peut-être à cet égard un cas à part pour diverses raisons, à savoir l'idée de « refuge » monétaire, l'indépendance dont jouit la Réserve fédérale, les dimensions relativement restreintes du secteur des échanges commerciaux avec l'extérieur et l'importance relativement considérable des courants de capitaux potentiels. Reste à savoir si ces différents facteurs continueront d'exercer une influence prédominante.

## NOTES

1. On trouvera dans *Gestion du taux de change et conduite de la politique monétaire* [à paraître] OCDE, 1984, un exposé plus détaillé (ainsi qu'une bibliographie) des questions examinées dans cette partie, en particulier des modèles théoriques de détermination des taux de change et des différentes manières dont les pays font du taux de change un objectif de leur politique économique.
2. Pour un résumé détaillé de certains des principaux travaux ayant cherché à tester empiriquement divers aspects de la détermination de taux de change à partir d'un modèle à une seule équation, voir *op. cit.*
3. J. H. Chan-Lee et H. Kato : « Caractéristiques comparées de simulations des modèles économétriques nationaux », *Revue Économique de l'OCDE*, printemps 1984, pages 123 à 167.
4. Voici la liste de ces modèles : États-Unis MCM Model, Division of International Finance, Board of governors of the Federal Reserve System ; Royaume-Uni H. M. Treasury ; France METRIC, INSEE ; Allemagne Bundesbank ; Canada 1 RDXF, Banque du Canada 2 CANDIDE, Conseil Économique ; Japon World Model, Économic Planning Agency. Bien qu'ayant été élaborés dans les institutions énumérées, ces modèles ne doivent pas être considérés comme reflétant nécessairement leurs vues.
5. Une description détaillée des équations et des valeurs de paramètres employés dans ces simulations est donnée dans Masson, P., et Blundell-Wignall, A., « Fiscal Policy and the Exchange Rate in the Big Seven... Transmission of U.S. Government Spending Shocks », à paraître dans *European Economic Review*. Un modèle, de structure très semblable mais pour deux pays seulement, est décrit dans Masson *et al.*, plus loin dans cette publication.
6. Cette section s'appuie sur l'examen de l'évolution qu'ont connue les pays participant aux Accords généraux d'emprunt, pays dits du Groupe des Dix : États-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie, Canada, Pays-Bas, Suisse, Suède et Belgique. Les positions relatives indiquées pour un pays quelconque sont mesurées par rapport aux seuls autres pays du Groupe.