

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

À LONDRES : UNE ÉCONOMIE TRÈS POLITIQUE

Christopher Johnson

Après la croissance la plus rapide d'Europe, l'économie britannique souffre de la plus profonde récession du monde industriel. M. Major et son Chancelier de l'Echiquier, M. Lamont, ont été condamnés à assainir l'héritage de M^{me} Thatcher et M. Lawson. Malheureusement la nouvelle équipe ne peut pas se dissocier entièrement de ses prédécesseurs. Le parti conservateur est au pouvoir depuis 12 ans, avec, pour la plupart, les mêmes ministres, même s'il y a eu quelques échanges de portefeuilles. Si M. Major essaie de trop s'éloigner de M^{me} Thatcher, dont il est l'héritier choisi, il risque de diviser le parti et de se voir accusé d'appliquer une politique identique à celle des travaillistes.

Les conservateurs restent divisés au sujet de l'Europe (voir *REF* n° 16). A part les membres du Groupe de Bruges, beaucoup de députés conservateurs préfèrent reporter les grandes questions de souveraineté économique et de monnaie unique après les élections, imprévisibilité de l'opinion publique oblige. M. Major peut espérer garder ses options ouvertes sur l'UEM, avec la complicité de ses partenaires de la CEE. Il est, en revanche, moins bien placé pour revendiquer le succès de sa politique économique.

L'économie est en récession depuis mi-1990. Le PNB a chuté de 2,7 % dans la deuxième moitié de 1990 et le premier trimestre de 1991. Les optimistes — dont M. Lamont — croient discerner un redressement très faible dans le deuxième trimestre, mais tous les prévisionnistes s'accordent sur la probabilité d'une relance significative commençant seulement fin 1991. De toutes façons, le taux de croissance négative en 1991 sera entre - 1,5 % et 2 %, et ce n'est qu'en 1992 que la croissance positive reprendra à une allure de 2 % ou plus. De même, le taux d'inflation des prix à la consommation tombera de 5,8 % (chiffre de mai 1991) à 4 % — prévision officielle — seulement vers la fin de l'année.

Somme toute, les indices économiques ne sont pas favorables à une campagne électorale à l'automne. En outre, malgré les perspectives d'inflation et de croissance convergentes avec celles de nos voisins, le chômage devrait

continuer à monter vers les 3 millions de personnes, et les PME à faire faillite sous la pression de leur endettement bancaire.

Le gouvernement essaie, sans succès, de détourner contre les banques les reproches formulés envers sa politique de taux d'intérêt élevés. Le désarmement des taux — qui sont passés de 15 % en octobre 1990 à 11,5 % en juin 1991 — ne suffit pas à sauver des milliers de PME incapables de refuser les offres alléchantes de crédit bon marché avancées par les banques pendant le boom de 1987-1988. Elles se sont résignées depuis longtemps au rôle de bouc émissaire de la politique monétaire, d'autant que la Banque d'Angleterre exige une augmentation des marges pour être en conformité avec les ratios Cooke.

La récession actuelle est cependant moins grave que la précédente, en 1979-1980, quand le PNB avait chuté de 5,5 %. Il est instructif de comparer le comportement de l'économie britannique sous le régime monétariste de M^{me} Thatcher en 1979-1980 et sous le régime MTC de M. Major en 1990-1991. Il y a dix ans, l'effet des taux d'intérêt élevés a surtout porté sur le taux de change, qui est monté à un niveau insupportable pour les échanges extérieurs. Cette fois-ci, la livre demeure stable dans sa fourchette, même proche de sa parité centrale de DM 2,95, et les taux d'intérêt agissent surtout sur la consommation et l'investissement. Les monétaristes, comme le professeur Walters, ancien conseiller de M^{me} Thatcher, reprochent au MTC d'empêcher les réductions des taux d'intérêt nécessaires à la relance de l'économie. Le gouvernement voit le MTC plutôt comme une bonne raison de maintenir la fermeté monétaire contre l'inflation des salaires, qui reste troublante.

Quant à la politique fiscale, elle s'adoucit. Après trois ans d'excédents budgétaires, le gouvernement redécouvre l'attrait des déficits comme arme contre la récession. M. Lamont prêche la doctrine des « stabilisateurs automatiques » ; c'est-à-dire qu'il accepte la décélération des recettes fiscales et l'augmentation des prestations sociales pour les chômeurs. Il y a d'autres demandes de dépenses, notamment pour l'infrastructure et les revendications salariales du secteur public. Encore une fois, il s'agit de modérer les duretés de la « Dame de Fer » qui risquent maintenant d'affaiblir les structures mêmes du pays — transports, éducation et formation, santé publique, etc. Même M^{me} Thatcher pratiquait des hausses de dépense publique à court terme pour remporter les élections.

Si M. Major arrache la victoire électorale (en dépit des prévisions actuelles des sondages), il sera sans doute prêt à resserrer la politique fiscale et monétaire pour éviter une nouvelle poussée inflationniste. Si c'est M. Kinnock et les travaillistes qui gagnent, ils auront de la peine à établir leur crédibilité dans le MTC. Ils y croient, en principe, mais en pratique, ils seront tentés de dévaluer — pour la dernière fois bien entendu — afin de remédier à la situation économique intolérable qu'ils reprocheront aux conservateurs.

Mieux vaut céder la gestion de l'économie à la Banque centrale européenne et au Conseil des ministres des Finances de la Communauté. Mais quel responsable politique anglais peut, aujourd'hui, l'admettre ?

À NEW YORK : L'ÉCONOMIE CONVALESCENTE

Scott E. Pardee

Au moment où ce numéro de la *Revue d'Economie Financière* paraîtra, l'économie américaine sera en plein rétablissement, après la récession de fin 1990-début 1991, et les économistes s'interrogeront sur les origines probables de la solidité de l'économie en 1992. Cette discussion sera particulièrement vive, car 1992 est une année d'élection présidentielle.

Les économistes qui sont, soit directement liés au Président Bush, soit soutiennent le Parti Républicain, auront très envie de connaître une forte reprise, accompagnée d'une nette augmentation de la production, de l'emploi, et des profits des entreprises. Ils voudront une Bourse active, dans laquelle la valeur des actions atteindra des niveaux records. Dans le même temps, cependant, ils voudront aussi que l'inflation soit sous contrôle (c'est-à-dire de 3 % par an, ou moins), et que les taux d'intérêt soient plus bas qu'ils ne le sont actuellement. Au moment où l'activité économique démarre vraiment, le Président Bush et les membres de son administration continueront à faire pression sur la Réserve Fédérale pour qu'elle maintienne de faibles taux d'intérêt et, si possible, pour qu'elle les réduise davantage.

Il y a peu de chances pour que les économistes soutenant l'opposition, le Parti Démocrate, argumente contre ces objectifs. Au lieu de cela, ils insisteront sur un ensemble de zones spécifiques où ils pensent que la politique actuelle est insuffisante. Ils proposent par exemple des programmes afin d'augmenter la productivité de l'industrie américaine, pour passer d'une économie lourdement orientée vers la défense et une technologie militaire, à une économie plus compétitive dans le domaine des biens de consommation et des biens d'équipement. Ils soulignent également la nécessité pour les Etats-Unis de s'occuper des problèmes d'environnement et des problèmes sociaux, tels que ceux des déchets nucléaires, de la toxicomanie, et de la criminalité. Le Président Bush a pris des mesures ou annoncé des initiatives dans tous ces domaines, mais les Démocrates soutiennent qu'il ne leur donne par une assez large priorité. Alors qu'approche l'élection présidentielle, de nombreux économistes ont déjà rédigé des professions de foi politiques pour les candidats, un effort qui pourrait générer plus de chaleur que de lumière, mais qui est une part solide de la démocratie, telle qu'on la pratique aux Etats-Unis.

Il est certain qu'un instantané de l'économie à la mi-1991 donne de solides arguments au débat. L'économie se trouve dans les tout premiers stades d'une reprise après la récession. Les dépenses de consommation commencent à reprendre. Les ventes d'immobilier et la construction sont en hausse, l'augmentation des exportations devance celle des importations, et les stocks commerciaux sont sous contrôle. Bien des entreprises commencent à accroître les sommes d'argent qu'elles projettent de consacrer à de nouvelles implantations, et à de nouveaux équipements. Il est même possible que le

PNB, après avoir baissé au 4^e trimestre 1990 et au 1^{er} trimestre 1991, puisse augmenter légèrement au 2^e trimestre 1992 (après que toutes les révisions aient été faites), et qu'une plus forte augmentation soit enregistrée au 3^e trimestre 1991. La récession, somme toute, a été courte et superficielle, avec une perte de moins de 2 % entre le pic et le creux.

En même temps, toutefois, de nombreux indicateurs montrent encore la présence de certaines faiblesses : le chômage est élevé, l'immobilier d'entreprise est sévèrement déprimé, les banques demeurent inhabituellement circonspectes à accorder de nouveaux prêts, et les gouvernements fédéraux et municipaux réduisent activement les dépenses, et augmentent les impôts, afin de réduire leurs déficits budgétaires qui ont été gonflés par les montants insuffisants des revenus provenant des impôts. Il y aura également en 1992 des élections fédérales et municipales, et elles seront l'objet de vastes débats sur les problèmes économiques.

Aux Etats-Unis, le fond d'une récession est toujours difficile à discerner sur le moment. Lorsque, par exemple, la confiance des consommateurs commence à se développer, les gens entreprennent de chercher de nouvelles maisons, et à visiter les magasins d'exposition automobiles ainsi que les magasins de détail. Mais ils pourraient encore retarder leurs achats. Le rythme des achats est sporadique, tout particulièrement tel qu'on le montre dans les indicateurs des agrégats économiques. Par contraste, lorsque la confiance des consommateurs faiblit sur les sommets d'un cycle commercial, le public cesse de rechercher de nouvelles maisons, de nouvelles automobiles et autres produits similaires, la chute des ventes étant alors rapidement visible.

De même, de précédents indicateurs majeurs dignes de foi émettent des signaux déroutants. Un excellent indicateur majeur a été par exemple depuis des années l'industrie du papier, comme en particulier le marché des boîtes d'emballage. Les détaillants n'en ont pas de gros stocks, et dès que les ventes de produits finis se redressent, ils en ont un urgent besoin. Cette année toutefois, on observe un excédent de boîtes d'emballage. De nombreuses entreprises papetières ont mis en œuvre de nouvelles machines dans le processus de production. De même, l'effort national pour recycler les vieux papiers a de nouveau introduit des quantités massives de papier dans le processus productif par une voie nouvelle, et dans de nombreux cas, grâce à de nouvelles entreprises. Une dure concurrence sur les prix, et en dehors des prix, s'étend en conséquence et pratiquement sur tous les marchés des produits papetiers, et il est très difficile de séparer la boucle cyclique de la tendance à plus long terme.

Un second exemple est celui des véhicules d'occasion. Dans le passé, le premier signe d'un redressement de la demande d'automobiles était une réduction de la différence entre les prix des véhicules d'occasion, qui sont fixés sur un marché presque uniquement concurrentiel, et les prix des véhicules neufs, qui sont appliqués par une poignée de compagnies automobiles. La rentabilité des entreprises de location automobile est telle que les sociétés de location achètent une grande quantité de voitures neuves, et les revendent avec quelques milliers de miles au compteur, bien avant qu'elles soient usagées ; les voitures sont proposées au public comme « presque

neuves ». La différence entre les prix compétitifs des voitures « presque neuves », et les prix réglementés des voitures neuves est si importante, que de nombreuses personnes achètent maintenant des voitures « presque neuves » plutôt que des neuves. Cette modification de la demande a faussé les relations traditionnelles des prix entre les voitures d'occasion et les véhicules neufs.

Chaque fois que l'économie américaine sort de la récession, un nouveau groupe d'indicateurs majeurs montrent la voie. Dans le redressement actuel, la plupart des économistes se concentrent sur les mises en route de chantiers et les ventes d'automobiles, qui sont tous deux encourageants, mais dont ni l'un ni l'autre ne suggère qu'une reprise forte est sous-jacente, ou probable. Les économistes monétaristes ont été particulièrement encouragés par la solide croissance jusqu'à présent en 1991, de l'offre de capitaux.

En se projetant en 1992, les économistes américains avancent deux scénarios distincts.

Le premier est un redressement vigoureux dans lequel le PNB reprend 4 à 5 % la première année, à la mi-1992. Une reprise si nette qui se situe dans une moyenne pour les redressements après une récession depuis la Seconde Guerre mondiale. Elle serait conduite par une forte renaissance de la demande de consommation, autant que par un restockage. Comme les stocks sont bas, toute demande supplémentaire de produits finis se traduira directement par une nouvelle production qui, à son tour, créera une demande de matières premières et de main-d'œuvre et, peut-être même, de nouveaux équipements — donc, un effet multiplicateur-accélérateur prononcé.

201

Les économistes qui prévoient une forte reprise annoncent également une prochaine amélioration de la balance commerciale ; certains prévoient même en fait un revirement du déficit commercial vers un excédent sur les deux ou trois prochaines années. Ceci est fondé en partie sur la croissance continue attendue des économies d'Europe de l'Ouest (en y ajoutant tout stimulus dû à l'ouverture des marchés en 1992, à l'intérieur de la Communauté Européenne) et d'Extrême-Orient, autant que sur la croissance renouvelée en Amérique latine (y compris quelques stimuli potentiels, dus à l'accord de libre-échange renégocié avec le Mexique).

Le second scénario se prononce pour une reprise faible, de l'ordre de 2-3 %. Les économistes qui soutiennent cette prévision soulignent les faiblesses que j'ai citées, telles que celles des industries de construction privées et commerciales, et les nombreuses pressions sur le système bancaire et les marchés financiers. L'énorme déficit fiscal américain demeure également une cause majeure des taux d'intérêt élevés, et reste, de ce fait, une entrave pour l'économie. En outre, si l'économie reprend une croissance rapide, l'inflation pourrait s'accélérer, obligeant la Fed à restreindre la politique monétaire, et donc à éteindre la reprise. En fait, la Fed pourrait ne pas devoir intervenir. Chaque fois que les indicateurs économiques suggèrent que l'économie pourrait bientôt se redresser, les contre-partistes et les investisseurs sur les marchés financiers ont vendu des obligations, entraînant une hausse des taux d'intérêt à long terme. Finalement, les économistes prévoyant aux États-Unis une croissance plus lente soulignent également les perspectives d'une croissance moins rapide à l'étranger, insistant sur la récession au

Canada, et la probable croissance plus faible de l'Europe de l'Ouest et du Japon, comme conséquence de taux d'intérêt réels plus élevés dans ces pays. Remarquez bien que les deux scénarios pour les Etats-Unis ont des hypothèses différentes sur la croissance en Europe.

A quoi l'économie américaine ressemblera-t-elle en novembre 1992, lorsque le Président Bush se représentera aux élections ? Je pense qu'elle aura connu une croissance d'environ 3 % par an, que le chômage aura baissé depuis un sommet de près de 7 % de la population active à moins de 6 %, que l'inflation aura ralenti jusqu'à un niveau d'environ 3 % à la fin de 1991, mais sera de nouveau d'environ 4 % à la fin de 1992, que la Réserve Fédérale aura augmenté les taux des Fonds Fédéraux d'un niveau bas de 5,50 % à la mi-été 1991 à 6,50 % à la fin de l'été 1992, et que le rendement des Bons à long terme du Gouvernement américain sera d'environ 8,50 %. La Bourse sera même à des niveaux records, avec une augmentation du Dow Jones de 10 % depuis la mi-1991, ou aux environs de 3 300. Le Président Bush et les économistes républicains souligneront ce record avec fierté, et promettent que sous leur gestion, l'économie continuera à prospérer.

À FRANCFORT : QUOI DE NEUF À LA BUBA ?

Hans-Helmut Kotz,

Lorsque des rumeurs se sont répandues, selon lesquelles le Président Pöhl avait l'intention de démissionner, le problème des conséquences sur le dynamisme de la politique monétaire allemande s'est immédiatement fait jour. Et nous qui sommes de la tribu des observateurs de la Bundesbank, nous avons encore examiné quelques avis pressants selon lesquels quiconque aurait à peine jeté un coup d'œil sur les résultats de cette institution, aurait décidé, avec joie, de démissionner. Tous en chœur, la réponse banale a été : pendant son long séjour à la barre, le Président Pöhl a effectué un travail brillant, édifiant au Deutschmark un très important capital de crédibilité. Toutefois, quelque soit l'impact d'un individu, c'est la base institutionnelle qui importe. En attendant, sachant que M. Schlesinger qui, au niveau international, a mérité sa réputation de traquer l'inflation sous les cailloux, sera son successeur, la Bourse a été apaisée.

Pour commencer, une certaine réflexion sur l'état actuel des affaires économiques des deux Allemagnes semble appropriée — le pluriel étant choisi à dessein (ainsi que le montre le tableau ci-dessus). Le PIB de l'Allemagne de l'Ouest a augmenté d'un solide 4,2 % par année pendant le premier trimestre 1991. Ce sont les dépenses en capital et la consommation qui ont continué à soutenir une économie certainement très près d'une pleine utilisation de ses ressources. Il est certain qu'en fin de compte, c'est l'ensemble des mesures fiscales destinées à soutenir les niveaux des revenus dans les cinq nouveaux Länder qui a, de nouveau, été un coup de fouet pour l'économie de l'Allemagne de l'Ouest. Et le second trimestre, d'après les

**LES ALLEMAGNES : LA RÉUNIFICATION PENDANT L'EXPANSION
ET LE FIASCO** (en milliards de DM)

	Allemagne de l'Ouest		Allemagne de l'Est		République Fédérale	
	1990	1991	1990	1991	1990	1991
Emplois (en M)	28,4	29,1	8,9	6,8	37,3	35,9
Chômeurs (en M)	1,9	1,7	0,2	1,2	2,1	2,9
Intérimaires (en M)	0,1	0,1	0,8	1,8	0,8	1,9
Consommation privée	1 291	1 370	175	185	1 467	1 555
Consommation publique	447	477	70	79	517	556
Dépenses en capital	511	566	48	61	559	627
Stocks	26	24	- 10	- 20	16	44
Exportations nettes	151	162	- 45	- 109	106	53
Exportations	868	972	61	49	833	857
Importations	718	810	106	158	727	804
PIB	2426	2598	239	236	2664	2833
par tête	39,1	41,9	14,5	14,3	33,9	36,1
par actif	85,4	89,3	26,9	34,7	71,4	78,9

203

Source : Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Wochenbericht, 18-19/91, 3 mai 1991.

données de la production industrielle, semble obtenir des résultats tout aussi solides. Toutefois, de récentes enquêtes sur les conditions de travail, ainsi que sur les carnets de commande, indiquent que la production durant l'automne va se stabiliser, et probablement tomber en dessous du niveau de production potentiel. De plus, les hausses des prélèvements (sécurité sociale et impôts) effectives vers le milieu de l'année vont faire retrancher quelque trois-quarts d'un point de PIB (en pourcentage).

Toutefois l'Allemagne de l'Est constitue un enjeu totalement différent. Après l'introduction du Deutschmark, initialement considérée comme la carte joker, « l'une des pires et des plus nettes dépressions de l'histoire européenne a commencé. Elle demeure inchangée »¹. En conséquence, les consommateurs ont eu un large éventail de choix. Et, comme le dit la croyance populaire, ils ont, sans surprises, profité de l'occasion, fuyant leurs propres produits. Toutefois, cela a asséné un autre coup à la production industrielle ; en plus de l'éclatement du marché intérieur, la conversion au standard du DM a entraîné l'atrophie des exportations dans les anciens pays du COMECON. Après tout, les anciens Kombinats ont dû se débattre avec les conséquences de la concurrence sur la base du DM, c'est-à-dire un triplement, ou même un quadruplement du taux de change réel. C'est pourquoi une grande partie du

¹ Akerlof et autres (1991).

secteur industriel a sombré, avant même les très raisonnables hausses de salaires. Pour évaluer la dimension du problème, Georges Akerlof et ses collègues ont calculé « le coût en ressources intérieures du potentiel de change externe », en prenant uniquement en compte « les prix payés par les consommateurs dans les pays industrialisés occidentaux et les pays en voie de développement (puisqu'ils) sont un reflet exact de leur valeur sur le marché mondial en régime de libre-échange »². En utilisant comme référence de viabilité cette variable moyenne à court terme, que le coût par DM gagné est inférieur à l'unité, ils ont constaté que « seulement 8,2 % de la main-d'œuvre industrielle est employée par des Kombinats "viables" »³.

En janvier, dont les chiffres sont les derniers disponibles, la production a encore plongé de 25 % par rapport à décembre. Dans son *Rapport Mensuel* de mai, le ministère de l'Économie de Bonn observe qu'environ 8 % du PNB de l'Allemagne de l'Ouest est produit dans les nouveaux Länder, alors que 29 % de la main-d'œuvre y est employée. Toutefois, les revenus filent loin devant la productivité. En d'autres termes, le montant de la production commercialisable que les ressources de l'économie de l'ancienne RDA sont capables de produire, étant donné les stocks en capitaux existants, n'atteint pas les dépenses du PNB. Cette absorption des biens et des services produits en outre localement par les nouveaux Länder a eu une nette conséquence au-delà des frontières : l'excédent des comptes courants s'est réduit de manière drastique. Par conséquent, contrairement à l'expérience américaine du début des années 80 à laquelle on fait le plus référence, l'opération est financée localement.

Bien entendu, de hauts taux d'intérêt sont pratiquement les signes de l'inflation (encore assez faible), d'une économie sous pression. C'est là qu'intervient de nouveau la Buba. Le taux directeur de l'indice des prix à la consommation va enregistrer après les augmentations d'impôts effectives depuis le 1^{er} juillet 1991, une brutale augmentation de 50 points. Cela pourrait entraîner un désastre sur l'année. Toutefois, une hausse de la TVA est prévue en relais pour l'été 1992. En conséquence, le taux sous-jacent pourrait franchir subrepticement le seuil des 3 %. Le coût unitaire de main-d'œuvre, autour duquel gravite l'indice des prix à la consommation, augmente même dans une fourchette de 4 %. Avec une telle série de malchances, le Deutschmark a plongé depuis la mi-février. Le dollar, pendant ce temps, semble avoir développé un certain dynamisme, surfant au sommet du dernier engouement de la Bourse. Cela pourrait même le conduire à dépasser les 2 DM pour un « dos vert » (= 1 dollar). Une chose que les membres du Conseil de la Bundesbank n'apprécient certainement pas.

Finalement, nous avons réuni tous les boucs émissaires connus pour une augmentation des taux administrés sur le marché du DM. Après tout, un taux d'inflation rampant, un Deutschmark s'affaiblissant, une économie encore sous pression, tout autant que des comptes-courants passant très rapidement dans le rouge — tout ceci ne constitue certainement pas des circonstances propres

2 Ibid., pages 13 et 14.

3 Ibid., p. 15 et tableaux 6 et 8.

à laisser la Bundesbank inactive. La prétendue « fonction de réaction de la Buba », ainsi que la surnomment les économètres, reprend habituellement ces soupçons. Bharat Trehan par exemple, a montré que les deux-tiers des déviations du point central du but visé pour les réserves de la Banque centrale pourraient être expliqués par les coupables mentionnés ci-dessus ⁴. Et, bien entendu, ce sont les taux d'inflation et le taux de change qui mènent la danse. Par conséquent, bien que M3 se comporte habituellement en accord avec les prévisions de la Bundesbank (*voir graphique 1*), il ne manque pas de clause de sauvegarde. Bien sûr, ainsi que nous l'apprend l'expérience, la Bundesbank a une approche plus éclectique ou plus sophistiquée (Alan Blinder soutient même, quant à son orientation, citant le Professeur Schlesinger dans un article de 1984, « qu'il est difficile d'imaginer une description plus nette d'un régime purement discrétionnaire ») ⁵.

Quantifiant notre intuition, nous avons tenté d'appliquer aux chiffres une très simple équation pour reproduire le sentiment du marché. En supposant que la Bundesbank contrôle assez solidement le taux du marché monétaire, on peut expliquer les deux-tiers de ses variations par les modifications de l'indice des prix à la consommation, et le niveau des taux à court terme aux États-Unis, contrôlés par la Fed. ⁶ Le résultat de tant de craquements nous laisse plutôt perplexe devant l'attitude de la Bundesbank — car elle n'a pas resserré sa politique d'un cran. Toutefois, pour ce qui est des standards historiques et, ce qui est plus important, internationaux, la Buba applique une dose honnête de contrainte, comme le montre la pente de la courbe des rendements (*voir graphique 2*) ⁷.

205

Actuellement, il semble que cela soit aussi l'estimation de l'administration américaine. Nous savons par le romancier britannique Bruce Chatwin (*What am I doing here*, p. 117) que son héros français, André Malraux, croyait que les nations doivent habituellement agir de façon nationaliste. En d'autres termes, il n'était pas enclin à croire aux notions d'un « internationalisme trompeur ». Toutefois, d'après nos interprétations, les débats brillants et futurs sur une réduction internationalement coordonnée des taux d'intérêt, sont motivés par la crainte d'une hausse imminente des taux d'intérêt allemands. Cela pourrait être un cas de pressions gouvernementales préventives, une tentative pour mettre la Bundesbank sous les armes. De toute façon, la situation internationale a accru les coûts politiques d'un tel mouvement. Cela pourrait toutefois aller à l'encontre du but recherché. Après tout, la Buba n'est pas tentée de renoncer à son rôle d'ancrage du SME. D'autant plus que le taux d'inflation français est à portée de main de celui de l'Allemagne ⁸. La Buba a toujours vocation d'être le plus grand leader du bloc du SME.

4 Trehan, B. (1988) : *The Practice ...*, printemps 1988, p. 38.

5 Blinder, A., (1987), *The Rules ...*

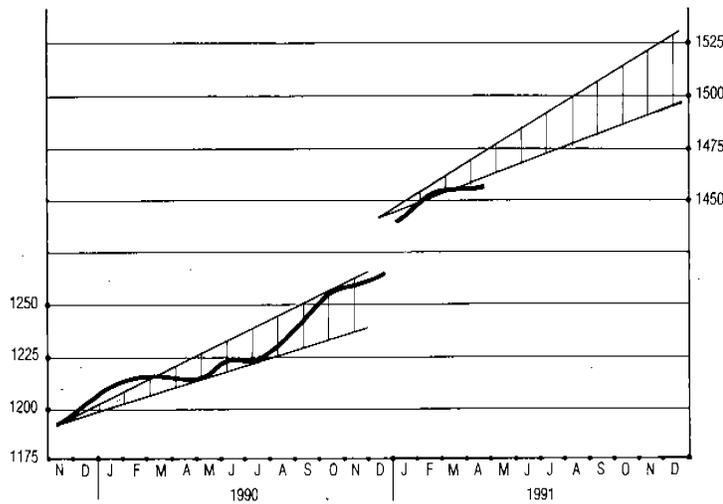
6 Pour 16 ans de données trimestrielles (du 1^{er} tr. 1975 au 1^{er} tr. 1991), l'équation est : argent au jour le jour = 0,50 + 0,29 inflation + 0,5 des fonds Fed : R² (en plus) = 0,67, SEE = 1,34. On peut modérer en ajoutant une AR (1), procédé qui aide énormément à l'ajustement, et prend en compte l'auto-corrélation qui perturbe les chiffres.

7 Soit des circonstances normales, ce ratio de la courbe des rendements contient des informations sur la croissance de l'activité économique. En conséquence, l'« émancipation » de la croissance du PNB ne pose aucune énigme : il suffit d'y faire entrer la RDA-fantôme.

8 Voir Vernholes, A. : Objectif « prix » atteint, dans *Le Monde* des 16-17 juin, p. 20.

GRAPHIQUE 1

L'objectif de la Bundesbank pour M3 (en Milliards de \$)



206

GRAPHIQUE 2

Croissance réelle et renforcement monétaire

