Document generated on 10/12/2024 4:22 a.m.

L'Actualité économique

La politique monétaire aux États-Unis, par l'O.C.D.E. Série « Études monétaires ». O.C.D.E., Paris, 1974.

André Ryba

Volume 52, Number 1, janvier–mars 1976

Le modèle CANDIDE (partie 3)

URI: https://id.erudit.org/iderudit/800667ar
DOI: https://doi.org/10.7202/800667ar

See table of contents

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (print)
1710-3991 (digital)

Explore this journal

Cite this review

Ryba, A. (1976). Review of [*La politique monétaire aux États-Unis*, par l'O.C.D.E. Série « Études monétaires ». O.C.D.E., Paris, 1974.] *L'Actualité économique*, *52*(1), 137–142. https://doi.org/10.7202/800667ar

Tous droits réservés © HEC Montréal, 1976

This document is protected by copyright law. Use of the services of Érudit (including reproduction) is subject to its terms and conditions, which can be viewed online.

https://apropos.erudit.org/en/users/policy-on-use/

This article is disseminated and preserved by Érudit.

Érudit is a non-profit inter-university consortium of the Université de Montréal, Université Laval, and the Université du Québec à Montréal. Its mission is to promote and disseminate research.

https://www.erudit.org/en/

La politique monétaire aux Etats-Unis, par l'O.C.D.E. Série « Etudes monétaires ». O.C.D.E., Paris, 1974.

Cet ouvrage s'inscrit dans le cadre d'une série d'études spéciales portant sur la politique monétaire dans cinq pays (Japon, Allemagne, Italie, Etats-Unis, France et Royaume-Uni). Ces études tentent de mettre en relief les modalités d'utilisation de cet outil monétaire pour contrôler la demande et amener des ajustements dans la balance des paiements.

Comme les auteurs le notent dans l'introduction, décrire la politique monétaire aux Etats-Unis est une tâche à la fois plus aisée et plus difficile que dans le cas des autres pays. Plus aisée, grâce à l'abondance d'informations et de données statistiques tant sur le secteur réel que sur les activités financières ; plus difficile, à cause de la richesse et de la complexité du système financier américain, de la gamme d'instruments, d'objectifs intérimaires et d'indicateurs à la disposition de l'autorité monétaire et à cause des débats mêmes entre spécialistes portant tant sur les fondements de la théorie monétaire que sur ses applications à des problèmes de politique économique.

Peut-être est-ce pour se faciliter la tâche que les auteurs ont choisi d'organiser leur analyse de la politique monétaire aux Etats-Unis autour du modèle économétrique FMP (Federal Reserve Board — MIT — Penn). La justification de ce choix lourd de conséquences est, à notre avis, plutôt rapide : les auteurs avaient besoin d'un « modèle où les relations structurelles soient explicitées » (p. 77). Mais en adoptant le modèle FMP comme l'épine dorsale de leur étude, c'est toute une approche à la théorie monétaire que les économistes de l'OCDE ont épousée, avec toutes ses conséquences quant au mécanisme de transmission de la politique monétaire, quant aux objectifs intérimaires et aux indicateurs, etc. Cette approche néo-keynésienne est omniprésente tout au long d'un exposé autrement organisé selon un schéma conventionnel : survol de l'évolution de la conjoncture économique domestique et internationale au cours de la période considérée (1960 à 1971), suivie d'une description rapide des principales institutions financières et des marchés de capitaux (partie I) ; un exposé des instruments et des méthodes de la politique monétaire (opérations à marché ouvert, réglementation Q, etc., partie II) et une analyse des mécanismes de transmission de la politique monétaire (partie III) débouchant sur une étude plus détaillée de deux phases d'expansion (1960 à 1962 et 1970 à 1971) et de deux phases de resserrement (1965-66, 1968-69) (partie

IV). Ainsi, nous apprenons que la politique monétaire affecte l'activité réelle à travers trois rouages, partie intégrante du mécanisme de transmission cher à Tobin et à Modigliani : 1) variations dans le coût de l'emprunt ou coût du capital (le « *supply price of capital* ») influençant les investissements ; 2) l'effet de richesse affectant la dépense des ménages déclenché par des variations du rapport prix/dividende à la suite de variations des taux d'intérêt ; 3) finalement, le rationnement de crédit sur le marché hypothécaire affectant la construction immobilière. Quant aux objectifs intérimaires sur lesquels se fait sentir directement l'influence de la Banque centrale américaine, ce sont les réserves libres ou le taux d'intérêt sur le marché des fonds fédéraux.

L'on peut s'étonner que les auteurs d'une étude qui s'adresse à un public qui dépasse largement le cadre géographique des Etats-Unis, et donc moins familier avec les différents aspects de la querelle monétaristes-keynésiens, n'aient pas adopté une approche globale non partisane. N'est-il pas d'ailleurs quelque peu inusité et même extrême de comparer les effets de la politique monétaire observée aux Etats-Unis avec les résultats de politiques alternatives obtenues à partir de simulations réalisées avec le modèle FMP ? (Cf. partie IV). L'on peut également regretter l'approche contraignante choisie par les auteurs alors qu'un événement important a marqué la période considérée. En effet, en février 1970, Arthur Burns succéda à William McChesney Martin comme président du Federal Reserve Board et le Federal Open Market Committee déplaça graduellement l'accent de ses directives des conditions du marché monétaire vers les agrégats monétaires, se rapprochant quelque peu des positions monétaristes.

Les auteurs de l'étude reconnaissent que les « prévisions des modèles monétaristes ne sont pas sensiblement plus mauvaises que celles des grands modèles économétriques ». De fait, les modèles monétaristes ont obtenu de meilleures prévisions des variables nominales, tandis que les modèles structurels ont obtenu de meilleurs résultats pour les variables réelles. L'explication en est très simple. Dans le modèle de Saint Louis (Carlson-Andersen), le représentant des modèles monétaristes, une équation détermine le PNB nominal et une autre le niveau général des prix ; le PNB réel est obtenu résiduellement par une identité. Dans les modèles structurels (FMP, Wharton — EFU), le produit réel est la somme de composantes déterminées dans des équations séparées, le niveau des prix est déterminé dans une autre équation de comportement, et c'est le PNB nominal qui est un résidu. Comme, dans chacun des modèles, la spécification de l'équation des prix laisse à désirer, on comprend aisément que le modèle de Saint Louis ait eu plus de succès à prédire le PNB nominal que le PNB réel, et que les modèles structurels aient été plus heureux avec la dépense réelle et ses composantes. (Cf. Gordon). Quant à l'absence d'équations sectorielles dans les modèles monétaristes, elle s'inscrit dans le cadre de la démarche globale des monétaristes. En effet, pour les keynésiens, la manière dont un choc extérieur est donné au système, les canaux par lesquels il se transmet à l'ensemble de l'économie, ainsi que la façon dont les différents secteurs sont interreliés sont des éléments importants dans l'explication du mouve-

ment global de l'économie. Aussi, une compréhension détaillée du système des marchés financiers et de leur interrelation est un préalable à une analyse adéquate de la relation entre des impulsions monétaires et l'activité économique. Pour les monétaristes, s'il y a un gain à considérer dans le détail tous les rouages de l'économie, ce gain est marginal lorsqu'on étudie un comportement agrégé. « *The monetarist analysis considers such allocative details, provided one's problem is directed towards the behavior of relative interest rates and the allocative pattern of credit flows. The monetarist disregards however the allocative detail of credit markets when examining patterns of aggregative behavior* ». (Brunner, 1970, p. 15). Même si cette position des monétaristes est fortement sujette à critique, en particulier lorsque l'analyse se situe dans le court terme, il valait certainement la peine de la mentionner.

Plus généralement, l'on ne peut qu'exprimer de profonds regrets sur la façon par trop cavalière avec laquelle toute l'approche monétariste a été traitée dans cet ouvrage. Une approche néo-keynésienne à l'analyse de la politique monétaire aux Etats-Unis se conçoit ; ce pourrait être un pendant à l'analyse de Meigs dans *Money Matters*. Mais peut-on présenter un exposé objectif de cette politique monétaire sans une seule référence aux travaux de l'économiste américain Milton Friedman, lui qui a pourtant eu une si grande influence, directe et indirecte, sur la conduite de la politique monétaire aux Etats-Unis, notamment dans la deuxième moitié de la période considérée par les économistes de l'OCDE ? D'ailleurs, c'est une bibliographie étoffée (102 références — et nombreuses d'entre elles sont capitales) qui nous est offerte à la fin de l'ouvrage ; et pourtant de nombreuses études manquent à l'appel : d'importants articles et ouvrages de Friedman, Brunner et Meltzer, Meigs Carlson, etc. D'autre part, dans ses rares allusions à la position des monétaristes, l'ouvrage de l'OCDE est loin de rendre justice à leur approche. Ainsi, il est très superficiel de réduire le différend monétaristes-keynésiens quant au mécanisme de transmission, à la gamme des taux d'intérêt à considérer et d'affirmer que tout simplement les adversaires des monétaristes préfèrent limiter leur choix à des taux d'intérêt observables sur le marché des capitaux. Certes, en s'écartant d'un mécanisme de transmission d'un choc monétaire à travers deux élasticités par rapport au taux d'intérêt (élasticités de la demande d'investissement et de la demande de monnaie), démarche associée à Hicks et au Modigliani d'après-guerre, et en proposant une approche de portefeuille, Tobin a réduit l'écart entre monétaristes et keynésiens. Toutefois, aux yeux des monétaristes, son approche de portefeuille reste limitée. « ... *all repercussions to, and feedbacks from, output markets are cut off. The relative price theory of credit and asset is thus not extended to output markets and then interaction with credit markets. A crucial portion of the transmission mechanism is consequently submerged and ambiguity emerges* » (Brunner, 1971, p. 172). Ainsi, pour Tobin et tel qu'incorporé dans le modèle FMP, lorsque la monnaie a un effet direct sur les variables réelles, c'est à travers un effet de richesse sur la consommation. Pour les monétaristes, il se produit un effet de substitution direct entre la monnaie et les biens dans le cadre de leur concept de portefeuille élargi lorsque les individus rajustent le montant

d'encaisses qu'ils détiennent à la suite d'un choc extérieur. (Cf. Friedman, 1963, Meigs, etc.).

Laissant de côté le débat monétaristes-keynésiens, nous nous devons de souligner plusieurs problèmes présentés par cette étude. Ainsi, à plusieurs reprises, un exposé qui manque de clarté risque d'induire en erreur le lecteur, notamment le lecteur peu familier avec certains concepts et développements en théorie monétaire. Ce n'est pas que cet ouvrage contienne des erreurs ; mais l'exposé est parfois imprécis et des questions importantes sont éludées.

Considérons la relation entre la politique monétaire et les taux d'intérêt. Il y a deux aspects à cette question : les taux d'intérêt comme objectif intérimaire et les taux d'intérêt comme indicateur de politique monétaire. Tout au long des années 60, le FOMC portait l'accent dans ses directives adressées à la Banque fédérale de New York sur les conditions du marché monétaire, comprenant, entre autres, le taux d'intérêt sur les bons du Trésor et le taux d'intérêt sur le marché des fonds fédéraux. Le choix de ces objectifs intérimaires implique que, pour atteindre son but, l'autorité monétaire soit capable de maintenir ces taux à un certain niveau déterminé, sinon exactement du moins à l'intérieur d'une certaine fourchette. Or, de nombreuses études (Friedman, 1968a, Friedman, 1968b, Gibson, 1970) portant sur le paradoxe de Gibson ont montré, régressions à l'appui, qu'à la suite d'une variation du taux de croissance de la masse monétaire, les taux d'intérêt vont d'abord se déplacer en sens inverse, puis dans le même sens que cette variation pour éventuellement dépasser leur niveau initial. Ce n'est donc qu'à très court terme que l'autorité monétaire peut contrôler les taux d'intérêt, et si, par exemple, la Fed veut maintenir les taux d'intérêt bas pendant plusieurs mois pour favoriser une relance de l'activité économique elle ne le pourra qu'au prix d'une augmentation de plus en plus rapide du taux de croissance de la masse monétaire avec, dans bien des cas, des conséquences indésirables. Si, de temps à autre, les économistes de l'OCDE glissent l'expression « à court terme » lorsqu'ils analysent les effets sur le taux d'intérêt, l'accent n'est pas porté sur cette restriction et toute la question du paradoxe de Gibson et du contrôle des taux d'intérêt est totalement éludée laissant le lecteur sur une fâcheuse impression. De même, une des conséquences directes du paradoxe de Gibson est que les taux d'intérêt sont un mauvais indicateur de politique monétaire. En effet, des taux élevés peuvent aussi bien être le résultat d'un resserrement monétaire qu'accompagner une inflation anticipée. Les mouvements des taux en 1973-74 en sont un exemple. Là encore, la présentation a contourné ce point.

Les conditions du marché monétaire comprennent également, comme objectif intérimaire, les réserves libres. Et c'est à travers les réserves libres que l'autorité monétaire peut influencer la politique monétaire dans le modèle FMP. Si les auteurs indiquent qu'un même niveau de réserves libres peut accompagner une politique monétaire restrictive ou expansionniste, ils éludent à nouveau toute la problématique entourant l'utilisation de ce concept pour fins de politique monétaire. Point n'est besoin de rappeler qu'une mauvaise utilisation de ce concept compte parmi les causes de la grande dépression. Correctement employé, ce concept implique

une comparaison entre le niveau des réserves libres actuelles et le montant de réserves libres désirées par les banques à chartes. Et le modèle FMP contient une équation de comportement des banques estimant le montant des réserves libres désirées. Ce point très important, puisqu'il limite l'utilisation de ce concept, ne ressort pas de l'étude de l'OCDE.

Les auteurs affirment également que « dans la seconde moitié de 1971, l'augmentation des prix s'est fortement ralentie après l'introduction au mois d'août du blocage des prix et des salaires (1ère phase) » (pp. 16-17). Les économistes s'accordent présentement pour reconnaître que la politique des revenus et des prix n'a pas fonctionné aux Etats-Unis. Quant au ralentissement de la hausse des prix en 1971, il a commencé fin 1970, à la suite de la politique monétaire relativement serrée en 1969, politique monétaire qui a d'ailleurs causé la mini-récession de 1970. (Cf. Friedman, 1972, pp. 35-36). En effet, les variations du taux de croissance de la masse monétaire se répercutent sur le taux d'inflation avec des délais pouvant aller jusqu'à dix-huit mois, alors que les effets sur les variables réelles sont beaucoup plus immédiats.

Enfin, l'on peut également regretter le caractère trop synthétique de la présentation, quoique ce soit probablement un des objectifs des auteurs. La lecture de cet ouvrage est rendue trop souvent difficile par de trop nombreuses références insuffisamment développées à des apports à la théorie monétaire. Alors qu'une grande partie de l'analyse repose sur le modèle FMP et les simulations effectuées avec ce modèle, on ne trouve dans la brochure de l'OCDE aucun exposé des équations du modèle.

Egalement, certains aspects ont été couverts trop rapidement, le cadre institutionnel des Etats-Unis et le fonctionnement du système de Réserve Fédérale, le phénomène de la désintermédiation, etc. Mais ceci est principalement attribuable à l'organisation de l'analyse autour du modèle FMP, rejetant dans une position de « soutien » les autres éléments. C'est dommage, parce que la richesse du réseau financier institutionnel américain et l'organisation « régionale » du Fed est ce qui distingue le plus les Etats-Unis des autres pays analysés par l'OCDE. Ici nous revenons au problème du choix de la démarche globale présidant à l'analyse.

Malgré toutes ces critiques, la publication de l'OCDE n'en demeure pas moins intéressante, riche en informations et données. De nombreux problèmes et des approches particuliers aux Etats-Unis sont exposés : le rôle du secteur international ; les nombreux outils de politique, dont les différentes réglementations ; analyse de la chronologie des actions de la Fed ; comparaison entre les intentions, les directives et les réalisations de la politique monétaire, etc. Et personne ne peut nier qu'analyser la politique monétaire dans un pays à l'aide d'un modèle économétrique ait un intérêt en soi. Mais toutes les réserves exprimées ci-dessus font qu'on ne puisse recommander cette analyse à un vaste public qui non seulement en trouverait la lecture difficile, mais risquerait aussi d'être plongé dans une certaine confusion. C'est une bonne analyse de la politique monétaire aux Etats-Unis dans une optique néo-keynésienne qui s'adresse au spécialiste avec une solide connaissance des problèmes en théorie et politique moné-

taires. C'est peut-être aussi un bon texte de synthèse pour les étudiants en doctorat à Yale, la veille de leur examen de spécialisation en théorie monétaire.

André Ryba,
Université de Montréal.

Bibliographie :

ANDERSEN, L.C., CARLSON, K., « A Monetarist Model for Economic Stabilisation », *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review*, avril 1970.

BRUNNER, K., « The 'Monetarist Revolution' in Monetary Theory », *Weltwirtschaftlicher*, Archiv no. 1, 1970.

BRUNNER, K., « Yale and Money », *Journal of Finance*, mars 1971.

FRIEDMAN, M., « Money and Business Cycles », *Review of Economics and Statistics*, février 1963.

FRIEDMAN, M., « The Role of Monetary Policy », *American Economic Review*, mars 1968a.

FRIEDMAN, M., « Factors Affecting the Level of Interest Rates », *Proceedings of US Savings and Loan Lesque*, 1968b.

FRIEDMAN, M., *An Economist's Protest*, 1972.

GIBSON, « Interest Rate and Monetary Policy », *Journal of Political Economy*, mai 1970.

GORDON, R., « Large Scale Econometric Models : An Introduction and Appraisal for Noneconometricians », ronéotypé, 1970.

MEIGS, J., *Money Matters*, 1972.