

Les responsabilités de la politique monétaire américaine dans les difficultés économiques mondiales

Hervé Lenormand et Dominique Vallet*

Résultat de la politique monétaire américaine, la contagion à la hausse des taux d'intérêt en Europe aurait abouti après trois ans à une réduction du produit intérieur brut de la Communauté européenne de 2,1 % en 1982. Les difficultés plus grandes qu'ont connues les pays en voie de développement par suite de cette politique les ont conduits à réduire leurs importations, et le PIB communautaire s'en serait trouvé dégradé de 0,6 % additionnel. Enfin, le marché américain d'importations aurait connu une contraction sous l'effet de cette politique, provoquant une diminution supplémentaire de 0,3 % du produit de la CEE.

Telle est la lecture du passé récent que proposent les simulations effectuées à l'aide des modèles multinationaux. Ces simulations offrent aussi une interprétation de ce qui a priori peut étonner : après deux chocs pétroliers de même nature et d'ampleur comparable en 1973 et 1979, l'économie mondiale a suivi deux chemins bien différents.

* Lors de la rédaction de cette étude, Hervé Lenormand et Dominique Vallet faisaient partie de la sous-direction Internationale de la direction de la Prévision.
Dominique Vallet est actuellement Directeur Général de CISI-Wharton.

Révélee par les conséquences du premier choc pétrolier, la crise économique mondiale a été relativement bien surmontée dans un premier temps. Après la récession de 1974-1975 — première récession marquée et générale de l'après-guerre —, les pays industriels ont pu retrouver un rythme de croissance qui paraît aujourd'hui enviable, même s'il était alors vécu comme insuffisant.

Après le second choc pétrolier, d'ampleur comparable au premier, et la récession qui suivit en 1980 — plus brève et moins prononcée que la précédente — on aurait pu s'attendre à une phase de reprise semblable à celle des années 1976 à 1979. Il n'en a rien été : les annonces répétées de « reprise au prochain semestre » ont été régulièrement démenties par les faits, ce qui n'empêche pas la communauté des prévisionnistes d'extrapoler à nouveau sur moyenne période l'indéniable amélioration enregistrée depuis la fin de l'année 1982.

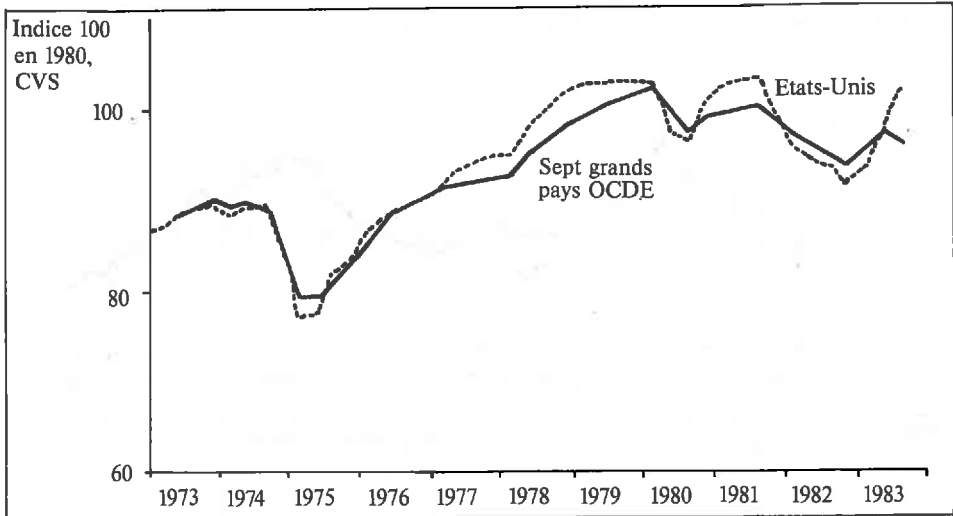
Deux chocs pétroliers, deux cheminements différents

Au-delà des disparités importantes entre les performances des pays industriels, les données relatives à l'ensemble de l'OCDE témoignent de cette différence. La croissance du produit intérieur brut en volume est lente et irrégulière depuis 1980 : son rythme atteint environ 1,5 % par an, contre 3 % en moyenne chaque année de 1974 à 1979 (et près de 5 % dans les cinq années précédant le premier choc pétrolier). La production industrielle stagne : au troisième trimestre 1983 l'indice d'ensemble pour l'OCDE est proche de son niveau moyen de 1980, encore inférieur de 3 % à son maximum antérieur. Une telle évolution contraste avec celle qui suivit le premier choc pétrolier. La production industrielle, après un recul initial plus prononcé, s'était redressée plus rapidement : trois ans après le début du retournement, elle dépassait son maximum antérieur de 3 % (graphique 1). Cette activité ralentie s'accompagne, jusqu'à la mi-83 au moins, d'une montée continue du chômage alors que dans le cycle précédent, la montée du chômage avait été enrayée dès le milieu de l'année 1975 (graphique 2). Enfin, en matière d'inflation, les deux cycles sont comparables, même si lors du second, la désinflation obtenue au bout de trois ans et demi apparaît plus importante : le rythme de hausse des prix recule de plus de 8 points du second trimestre 1980 au troisième trimestre 1983, contre 7 seulement de la fin de l'année 1974 au début de l'année 1978 (graphique 3).

Dans le domaine monétaire et financier, les déséquilibres antérieurs se généralisent et s'aggravent. L'économie mondiale découvre brutalement depuis le début de cette décennie, le coût élevé de l'abandon du système antérieur de relations internationales et de l'absence de règles du jeu claires. Elle subit le contrecoup de sa fuite dans l'endettement qui avait facilité l'absorption du premier choc pétrolier et qui est devenue impossible aujourd'hui. Les années récentes ont ainsi été caractérisées

GRAPHIQUE 1

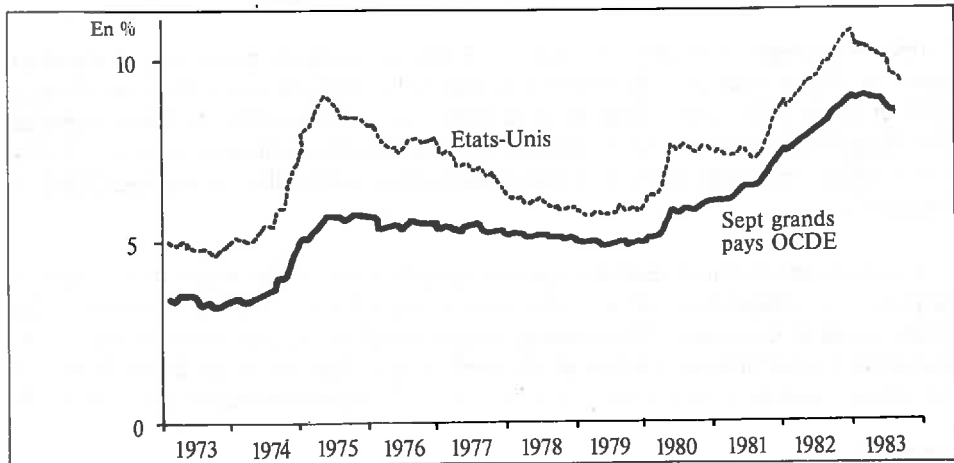
Evolution de la production industrielle aux Etats-Unis et dans les principaux pays de l'OCDE*



* Les sept pays considérés : Etats-Unis, Japon, Canada, RFA, Royaume-Uni, France, Italie.
 Source : direction de la Prévision.

GRAPHIQUE 2

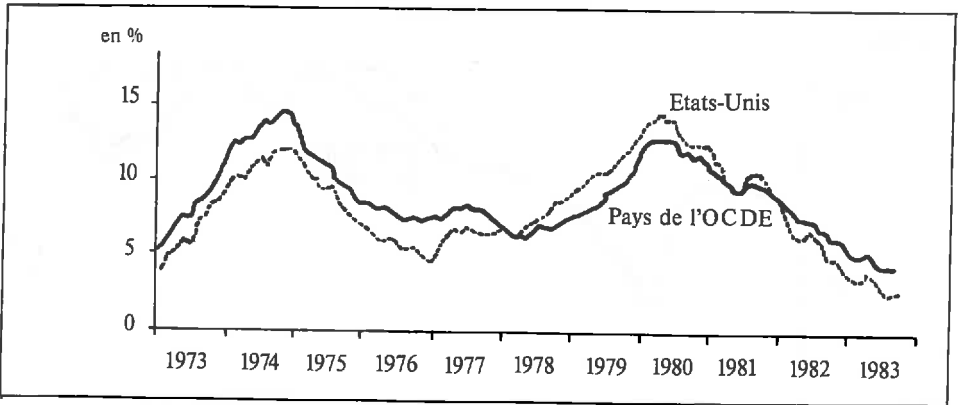
Evolution du chômage* aux Etats-Unis et dans les principaux pays de l'OCDE



* Taux de chômage : effectifs de chômeurs rapportés à la population active.
 Source : direction de la Prévision.

GRAPHIQUE 3

Evolution de l'inflation* aux Etats-Unis et dans les principaux pays de l'OCDE



* Variation des prix de la consommation par rapport au même mois de l'année précédente.
Source : direction de la Prévision.

par une très forte élévation du niveau moyen des taux d'intérêt, qui ont en outre été très fluctuants. Elles ont été marquées par le déséquilibre croissant et la grande variabilité à court terme des taux de change. A cela s'est ajoutée l'explosion de l'endettement qui a engendré l'étranglement des pays en développement et mis en danger le système financier international. Ces déséquilibres résultent pour une grande partie de l'accentuation des divergences économiques entre pays industrialisés, que masquent les données moyennes présentées ci-dessus.

Peut-on comprendre ces évolutions ? Peut-on expliquer pourquoi, après deux chocs de même nature et de même ampleur ¹, l'économie mondiale a suivi après 1973 et après 1979, deux chemins bien différents ? Nous allons tenter d'apporter des éléments de réponse à ces questions en examinant les évolutions récentes à l'aide des modèles économétriques multinationaux, et en particulier du modèle COMET (encadré).

L'utilisation des modèles empiriques permet de mesurer des ordres de grandeur et impose une adéquation entre le discours explicatif et la réalité statistique. Les modèles multinationaux présentent surtout l'intérêt de ne pas renvoyer sur l'environnement international l'essentiel des explications des évolutions d'une économie nationale, puisqu'ils décrivent simultanément le fonctionnement des principales

1. La hausse du prix du baril a été de 350 % en 1973-1974 puis 170 % de 1978 à 1981 ; le prélèvement correspondant sur le revenu de l'ensemble de l'OCDE correspond dans les deux cas à environ 2 % du produit intérieur brut de la zone, un renchérissement identique du pétrole de 1 % « coûtant » beaucoup plus cher en 1979 qu'en 1973.

Les modèles multinationaux utilisés : LINK, EUROLINK, INTERLINK, COMET III

Ces instruments permettent d'étudier grâce à des simulations comment les décisions économiques d'un pays se répercutent sur les autres. En effet les échanges extérieurs (commerciaux et autres) créent une interdépendance entre les pays, qui se renforce d'ailleurs avec le développement de ces relations économiques.

Un modèle multinational décrit les principales économies du monde, ainsi que les relations existant entre ces économies par le biais du commerce international et éventuellement à travers les grandeurs financières (taux d'intérêt, mouvements de capitaux, taux de change). Ainsi la baisse des importations d'un pays a nécessairement pour contrepartie la réduction des exportations des autres ; de même l'augmentation du prix des exportations d'une économie implique comptablement une élévation des prix à l'importation des autres.

Dans un modèle multinational, chaque économie importante est représentée par un sous-modèle simplifié mais complet, du type des modèles nationaux élaborés dans chaque pays (comme METRIC, DMS ou COPAIN pour la France). Les modèles multinationaux sont donc des instruments de grande taille (plusieurs milliers de variables).

Des modèles économiques multinationaux sont construits et utilisés

par la plupart des grands organismes internationaux : ONU, Fonds monétaire international, Banque mondiale, OCDE, Communauté européenne notamment ; et aussi par l'administration de quelques pays (Japon, Royaume-Uni, France par exemple) ou par des universités (surtout aux Etats-Unis et au Japon).

La présente étude reprend les résultats des modèles LINK, EUROLINK, INTERLINK et COMET III.

Modèle LINK

LINK, un projet développé par L.R. Klein à l'université de Philadelphie depuis 1968. C'est le pionnier des modèles de ce type. Son principe de construction est l'interconnexion des modèles nationaux disponibles dans les principaux pays du monde (27 actuellement), au moyen d'un modèle du commerce international en quatre produits.

Les sous-modèles nationaux sont de type très variés par la taille, l'architecture, voire l'inspiration théorique, ce qui constitue une limite importante du projet. L'effet des politiques monétaires et des variables financières sur l'économie est représenté pour les principaux pays, mais celui des relations financières internationales ne l'est pas.

Modèle EUROLINK

EUROLINK a été développé à Bruxelles, à la Commission des Communautés européennes, à la fin des années 1970. Il consiste aussi à connecter des modèles nationaux construits antérieurement, mais choisis pour la similitude de leur architecture, et limités aux quatre principaux pays de la Communauté : RFA (modèle de l'université de Hambourg), Royaume-Uni (modèle du Treasury), Italie (modèle de l'université de Bologne) et France (modèle METRIC). C'est un modèle permettant l'étude du court terme : il décrit les évolutions trimestrielles. Le commerce international est ventilé en quatre produits.

L'effet des variables financières est représenté en détail pour chaque pays, mais celui des relations financières internationales ne l'est pas.

Modèle INTERLINK

INTERLINK, le modèle semestriel de l'OCDE (Paris), développé pendant les années 1970. A la différence des précédents, il incorpore des modèles de pays (les 23 membres) de type identique, construits spécialement à cette fin. Chacun est cependant très simplifié (« forme réduite »), et résume les effets de la politique budgétaire. Les variables monétaires et financières ne sont pas prises en compte. Le commerce international est décrit en agrégeant

tous les produits. Une version récente enrichit considérablement les modèles de pays, et distingue plusieurs biens.

Modèle COMET III

COMET III a été conçu et est utilisé à Bruxelles, à la Commission des Communautés européennes, depuis le début des années 1970. Depuis 1982 il fonctionne également à Paris, à la direction de la Prévision, et a fourni les principaux résultats de la présente étude. Il comporte des « maquettes » de l'économie de 11 pays : Etats-Unis, Japon, et tous les pays de la Communauté européenne. En outre le reste du monde y est représenté en 7 zones, distinguant notamment les autres pays de l'OCDE, les pays de l'OPEP, les pays en développement (rapide ou lent), les pays à économie centralement planifiée. Les maquettes présentent l'avantage d'être toutes construites rigoureusement sous la même forme, chacune comprenant 120 variables (d'où 1 600 équations pour l'ensemble du modèle).

Dans sa version actuelle le commerce international est décrit en un seul bien et l'effet des politiques monétaires n'est pas représenté.

économies nationales et les relations qui les lient. Enfin l'approche par les modèles oblige à respecter les contraintes comptables et la cohérence économique. Se référant à une rationalité constante, cette démarche ne fait pas appel aux changements de comportement pour expliquer les changements dans les résultats. Mais les outils que constituent les modèles sont imparfaits, incomplets : la schématisation de la sphère financière et de son influence sur la sphère réelle de l'économie demeure ainsi le plus souvent très partielle. Ils sont aussi simplificateurs dans la mesure où seuls les mouvements des grands agrégats sont retracés et où les distorsions sectorielles — pourtant importantes en période troublée — sont négligées. Il importe de reconnaître également que le schéma de référence des modèles empiriques nationaux et internationaux est de type néo-keynésien : il ne peut donc illustrer directement les thèses monétaristes.

Dans l'écheveau des causes qui concourent à expliquer les difficultés actuelles de l'économie mondiale, nous avons choisi comme fil directeur la stratégie monétaire adoptée par la puissance dominante : par de multiples canaux, les choix des Etats-Unis déterminent les performances et limitent les possibilités d'action des puissances secondaires.

Dans un premier temps les principes, la mise en œuvre et les conséquences internes des orientations américaines seront brièvement rappelés. Nous verrons en second lieu comment les effets de cette politique se font sentir dans l'ensemble des pays industriels à travers la contraction du commerce international, la contagion à la hausse des taux d'intérêt et les désajustements de parité. Nous examinerons ensuite les conséquences de ces évolutions sur les pays en développement.

La distinction entre les mécanismes décrits pourra parfois sembler arbitraire. Nous avons cherché en fait à présenter une décomposition qui permette d'effectuer des simulations indépendantes du point de vue du fonctionnement du modèle, où sont successivement étudiées les conséquences d'un seul phénomène, toutes choses étant égales d'ailleurs. Bien évidemment, dans la réalité les diverses conséquences analysées isolément sont indissociables et l'on ne peut par exemple séparer, comme on le verra plus loin, ce qui tient aux évolutions des taux de change de ce qui provient des hausses des taux d'intérêt. Mais l'indépendance des simulations les unes par rapport aux autres permet de combiner par simple sommation les résultats obtenus dans chaque domaine. En effet, la propriété vérifiée de quasi-linéarité des modèles assure que cette somme fournit au second ordre près les mêmes résultats qu'une simulation unique de modèle où tous les mécanismes seraient introduits simultanément : hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, hausse en Europe et au Japon, appréciation du dollar, alourdissement des intérêts payés par les pays en développement endettés.

A partir de ces diverses simulations, la conclusion dresse le bilan des effets de la politique monétaire des Etats-Unis sur l'évolution économique européenne.

La politique économique américaine : des principes à la réalité

La double référence à la théorie monétariste d'une part, et à l'économie de l'offre d'autre part, fonde la nouvelle stratégie économique américaine, que l'on a coutume d'appeler « Reaganomie ». A vrai dire, le volet monétariste de cette politique a été mis en œuvre dès novembre 1979, avec l'arrivée à la présidence du FED de P. Volker, devenu depuis le symbole de la gestion quantitative et le volet offre a cessé d'être mis en œuvre en 1982.

Pour les monétaristes, l'inflation est un phénomène purement monétaire, fondamentalement engendré par la progression incontrôlée de l'offre de monnaie. L'inflation croissante, ainsi que la hausse des taux d'intérêt qu'elle provoque, affaiblissent l'économie réelle. Le retour à une croissance saine, régulière et soutenue passe donc prioritairement par une politique monétaire rigoureuse, fondée sur le contrôle sévère de l'offre de monnaie. La décélération de la croissance de la masse monétaire constitue ainsi l'objectif privilégié des autorités. Cette décélération doit être programmée et graduelle pour limiter les coûts d'ajustement liés au passage d'une économie inflationniste à une croissance dans la stabilité des prix, et pour infléchir de façon continue à la fois les taux et les anticipations d'inflation.

Ainsi, à partir de novembre 1979 des normes pour la croissance des agrégats monétaires sont clairement affichées (tableau 1). Cette politique se substitue à celle qui consistait à fixer des taux d'intérêt.

TABLEAU 1

L'encadrement monétaire aux Etats-Unis

Objectifs de croissance annuelle nominale des agrégats monétaires
arrêtés au début de chaque année (plages de variation)*

	1980	1981	1982	1983 (a)	1983 (a)
M1	4,5 - 7	6 - 8,5	2,5 - 3,5	4 - 8	5 - 9
M2	6 - 9	6 - 9	6 - 9	7 - 10	7 - 10

(a) En 1983 le chiffre pour M1 a été révisé en juillet.

* M1 = Billets et dépôts à vue. M2 = M1 + dépôts à court terme.
Source : Federal Reserve Bulletin.

Le second volet de cette politique se réfère à l'économie de l'offre. Sous cette dénomination nouvelle, on retrouve pour l'essentiel l'expression d'un ensemble de valeurs traditionnelles dans la culture américaine. La volonté de laisser jouer à fond l'initiative individuelle pour revitaliser le secteur privé et la confiance dans les forces du marché (la « main invisible ») pour assurer la régulation macroéconomique apparaissent ainsi comme les piliers de l'économie de l'offre. Le retour au premier plan de ces valeurs était de plus favorisé par la réaction contre les faiblesses de l'administration antérieure et l'emprise croissante des pouvoirs publics dans la vie économique.

Concrètement, ce courant donne lieu à un grand nombre de mesures de dérèglementation ; elles concernent le prix des matières premières (pétrole et gaz) et surtout le fonctionnement du secteur bancaire. Ce courant sous-tend également l'attitude nettement moins interventionniste du gouvernement fédéral dans le jeu économique national et international ; l'équilibre des forces du marché est ainsi supposé conduire spontanément, selon l'administration américaine, au meilleur taux de change possible. Mais la mesure la plus connue et la plus importante concerne sans aucun doute le domaine fiscal. Les réductions d'impôt sont destinées à favoriser l'investissement et l'épargne privée. Les trois allègements fiscaux successifs ont ainsi ramené la pression fiscale sur les ménages de 18,9 % de leur revenu disponible en 1980 à 17,9 % actuellement (estimation pour 1983). De la même façon l'impôt sur les bénéfices des sociétés ne représente plus que 2,2 % du PNB en 1983, contre 3,6 % en 1979.

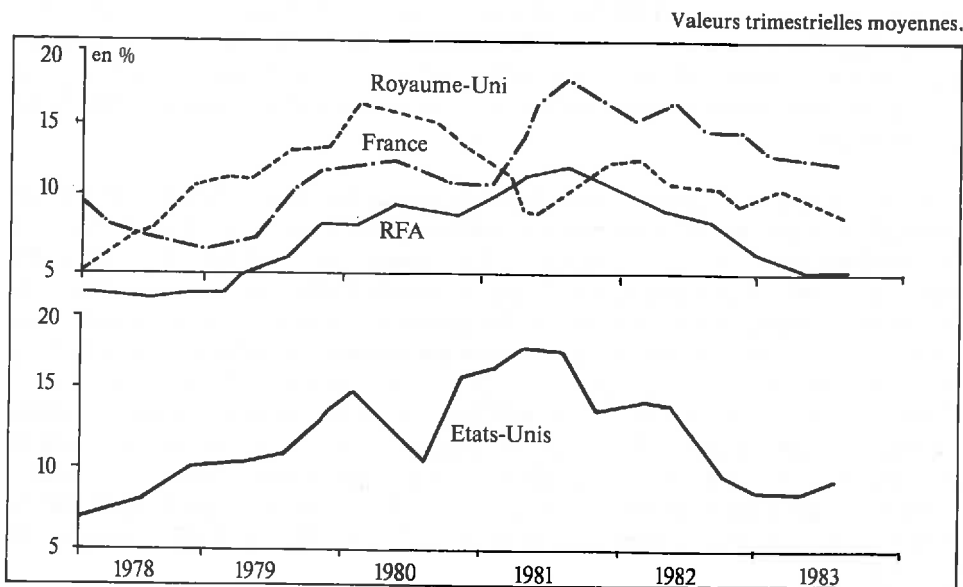
Une désinflation réussie au prix d'une forte récession

De ce programme de redressement économique, la nouvelle administration mais aussi la majeure partie des experts et des milieux d'affaires attendaient une amélioration rapide et importante des résultats et des anticipations économiques. Selon le rapport économique du Président présenté au Congrès en février 1982, un peu plus d'un an après son élection, la nouvelle stratégie économique, si elle n'était pas sans coût immédiat, devait cependant sortir rapidement le pays de la stagflation antérieure. On attendait pour 1982 et 1983 des taux de croissance du produit national brut (en glissement) de 3 % puis 5,2 % se stabilisant à terme à 4,3 %, l'inflation reculant à 6,6 % dès 1982 (contre encore 9,6 % en 1981) et refluant ensuite vers un rythme de 4,4 %, ce qui permettait une détente progressive des taux d'intérêt. L'épargne et l'investissement privés devaient retrouver une nouvelle vigueur et les comptes publics retourner à l'équilibre.

Malgré la reprise en 1983, dont le dynamisme a surpris les observateurs, les résultats de la nouvelle stratégie économique n'ont pas été à la hauteur des espérances qu'elle avait suscitées.

GRAPHIQUE 4

Evolution des taux d'intérêt nominaux à court terme* aux Etats-Unis et en Europe



* Séries utilisées :

— Etats-Unis : taux du marché monétaire, FED.

— RFA : taux de l'argent au jour le jour sur le marché monétaire.

— France : taux du marché monétaire au jour le jour contre effets privés.

— Royaume-Uni : taux au jour le jour sur le marché monétaire (moyenne entre minimum et maximum).

Source : OCDE.

La variabilité des agrégats monétaires s'est accentuée. Les taux d'intérêt ont atteint des niveaux nominaux et réels sans précédent sur l'après-guerre et ils ont montré une grande instabilité à court terme (graphique 4). Le produit national brut a diminué de 3 % entre le troisième trimestre 1981 et le dernier trimestre de 1982 mais le redressement de 1983 doit permettre de dépasser l'objectif initial : croissance de 6 % environ en glissement contre 5,2 % prévu initialement. Le recul de la production industrielle a atteint près de 12 % du troisième trimestre 1981 au quatrième trimestre 1982 ; c'est le plus marqué de l'après-guerre. Malgré le retournement depuis la fin de l'année 1982, l'indice annuel pour 1983 sera équivalent à celui de 1980 (graphique 1).

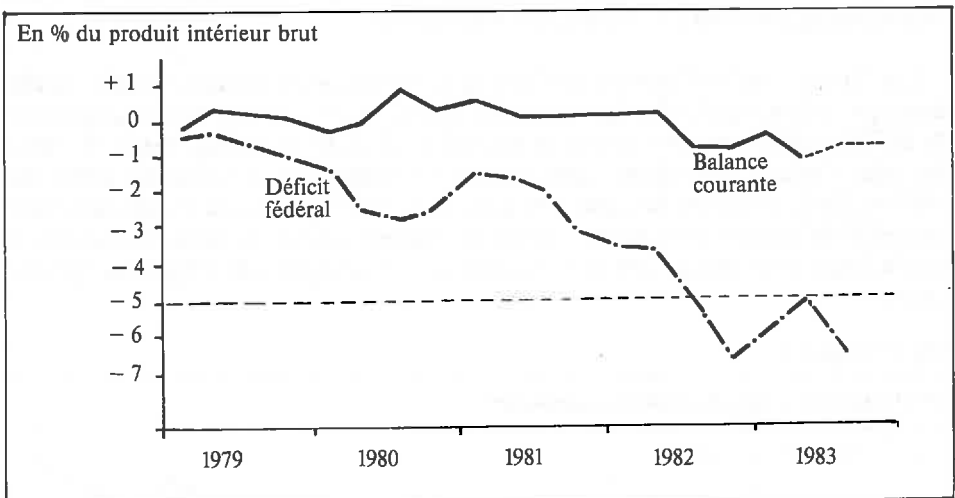
La récession profonde et longue a engendré un chômage inconnu depuis quarante ans : il atteignait 10,7 % de la population active à la fin de 1982. La situation des entreprises s'est détériorée et les faillites se sont multipliées. Le déficit fédéral s'est creusé et la baisse du taux d'épargne des ménages a été prononcée, alors que la politique de l'offre devait favoriser l'épargne.

Des politiques monétaire et budgétaire contradictoires

L'écueil le plus dangereux de la politique américaine tient sans doute à l'exacerbation par la récession des contradictions initiales du programme présidentiel entre une politique monétaire restrictive et une politique budgétaire expansive : fiscalité allégée et dépenses alourdies par le programme de défense. Alors que le déficit fédéral devait se résorber progressivement après avoir culminé à 120 milliards de dollars et 3,8 % du PNB (année fiscale 1982), il a largement dépassé ce chiffre et devrait rester proche de 200 milliards de dollars jusqu'en 1986, d'après les prévisions des services budgétaires de l'administration et du Congrès. Pour l'année fiscale 1983, le découvert atteindrait ainsi 6,5 % du PNB (graphique 5).

GRAPHIQUE 5

Evolution de la balance courante et du déficit fédéral aux Etats-Unis



Sources : *Economic Indicators*, Government printing Office, Washington
 Préviation des deux derniers trimestres de 1983 : *Perspectives Economiques de l'OCDE*, n° 33, juillet 1983.

Cette contradiction fondamentale s'est traduite par la montée des faillites d'entreprises et surtout par l'aggravation des risques d'effondrement du système financier international en passant par celui des pays en développement. Ces risques sont devenus évidents avec la crise mexicaine d'août 1982 qui a constitué un signal d'alarme pour l'opinion américaine. Aussi, un assouplissement dans la gestion monétaire a-t-il été décidé pendant l'été 1982. Ce retour à un plus grand pragmatisme était d'ailleurs rendu possible par la réussite de la désinflation : il apparaissait en outre nécessaire dans une période où la libéralisation du fonctionnement des banques rendait difficile l'interprétation des évolutions monétaires.

En pratique, cet assouplissement s'est traduit par un fort gonflement des agrégats monétaires et une détente sur les taux d'intérêt. Le rythme de croissance annuel de la masse monétaire au sens restreint (M1) qui était d'environ 6 % au début de 1982 a ainsi atteint 13 % au second trimestre 1983. Le taux d'intérêt à court terme (Federal Funds) est revenu de près de 15 % en moyenne au second trimestre 1982 à environ 9 % au second trimestre 1983. Cette détente des taux d'intérêt nominaux est cependant plus nette pour le court terme que pour le long terme. En outre, ses effets sont limités par la poursuite de la désinflation et partiellement remis en cause par le resserrement monétaire du second trimestre 1983 : au troisième trimestre les taux réels se maintiennent à des niveaux très élevés (6 % à court terme, 9 % à long terme).

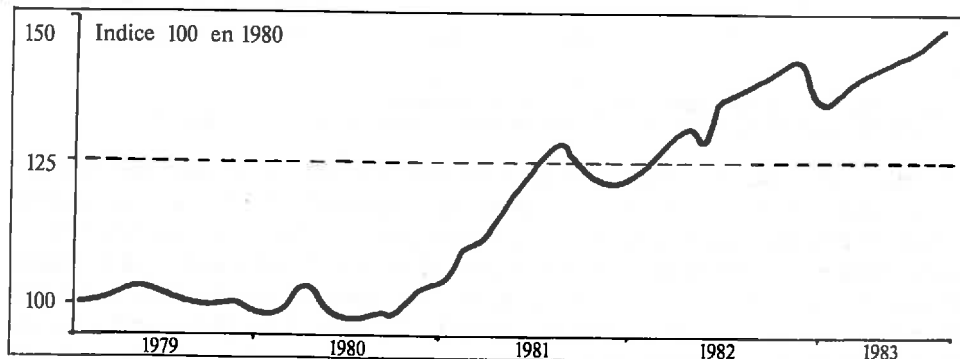
Récession, désinflation et reprise aux Etats-Unis : une interprétation

Les évolutions enregistrées aux Etats-Unis sur la période récente se comprennent bien à l'aide de modèles empiriques d'inspiration néo-keynésienne, sans qu'il soit nécessaire de se référer à la perspective monétariste.

Les fluctuations de l'activité résultent de la combinaison de trois facteurs fondamentaux. D'une part l'effet keynésien, favorable à la croissance, de l'augmentation du déficit public a été très important en 1982 et 1983. D'autre part, l'effet dépressif des taux d'intérêt réels élevés, dont la montée rapide entre les troisièmes trimestres 1980 et 1981, constitue la cause première de la récession. Enfin l'effet également dépressif de la montée du dollar a réduit la compétitivité et les parts de marché des producteurs américains, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur des frontières (graphique 6).

GRAPHIQUE 6

Evolution du cours du dollar américain*



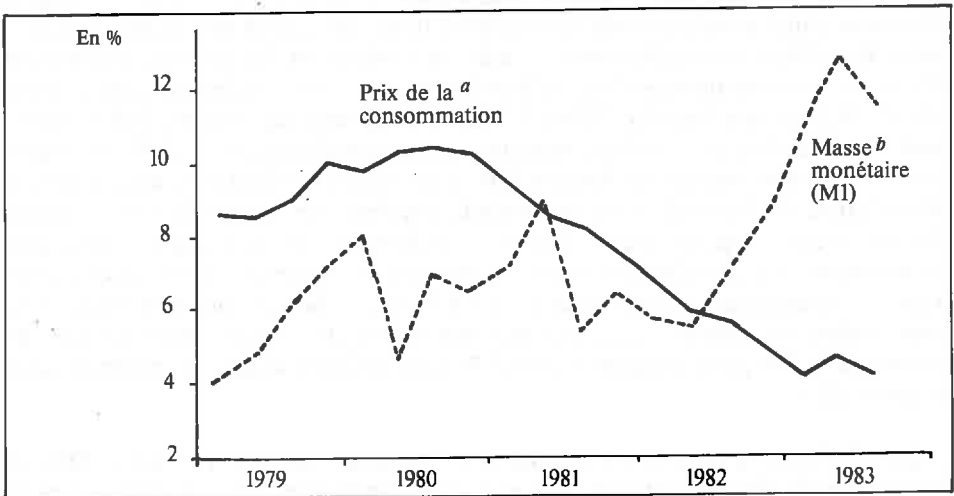
* Taux de change moyen du dollar par rapport aux 8 principales autres monnaies, pondérées selon leur poids dans les droits de tirage spéciaux (DTS).
Source : direction de la Prévision.

Quant à la rapide désinflation elle résulte de la flexibilité avérée des prix et des salaires américains en période de récession. Cette flexibilité a été encore renforcée par une adaptation plus rapide que d'habitude des effectifs employés à la production. Ceci a permis de limiter les hausses des coûts unitaires et, en faisant monter le chômage, a modéré les revendications salariales (effet Philips). La forte appréciation du dollar a également contribué à la désinflation à travers la baisse du prix des importations et l'intensification de la concurrence étrangère. Si l'on n'observe pas de corrélation directe entre croissance monétaire et inflation (graphique 7) il n'en reste pas moins fort probable que la politique monétaire a facilité le processus de désinflation. L'accès au crédit rendu difficile et coûteux, alors que les entreprises étaient en situation financière tendue, a contraint celles-ci à des politiques rigoureuses en matière d'effectifs et de salaires.

Au total, en dépit des gains indéniables, plus rapides même que prévus dans la lutte contre l'inflation, ramenée en dessous de 5 % dès la fin de l'année 1982 contre 10 % au début de 1981, l'économie américaine s'est trouvée prise au piège monétaire qu'elle avait elle-même tendu : la montée des taux d'intérêt et la surévaluation du dollar qui se sont entretenues d'elles-mêmes à travers la stabilisation momentanée de la balance courante, et l'aggravation des difficultés financières qui ont obligé les entreprises à recourir massivement au crédit à court terme.

GRAPHIQUE 7

Rythmes de croissance comparés des prix et de la masse monétaire aux Etats-Unis



(a) Croissance du prix de la consommation des ménages par rapport à son niveau du même trimestre de l'année précédente.

(b) Croissance de la masse monétaire (M1) par rapport à son niveau du même trimestre de l'année précédente. M1 : Masse monétaire au sens restreint : billets de banque et dépôts à vue. La définition de la série est homogène sur la période considérée.

Source : direction de la Prévision.

La vive reprise de 1983, sans regain notable de l'inflation, témoigne bien de la flexibilité de l'économie américaine. Cependant, elle n'efface ni les mauvaises performances antérieures, ni les contradictions dans la gestion, qui maintiennent le déficit fédéral à un niveau élevé et qui vont engendrer, de l'avis unanime, un déficit extérieur très élevé en 1984.

Effets dépressifs sur le commerce mondial d'une réduction de l'activité américaine

Quelle que soit son origine, le ralentissement de l'activité d'un seul pays affecte celle des autres pays par le biais de la baisse de ses importations. Toute baisse de la production entraîne à court terme une réduction plus que proportionnelle des importations : une étude de l'OCDE sur les grands pays, reposant sur une analyse approfondie des statistiques du passé, donne une valeur de l'élasticité comprise entre 1,5 et 2,1 selon les pays (à l'horizon d'un an ou deux). Or la baisse des importations d'un pays a pour contrepartie nécessaire une baisse des exportations des autres pays, impliquant donc une diminution de leur activité.

Les Etats-Unis constituent le plus grand marché national d'importations : en 1980 leurs approvisionnements extérieurs représentaient 17,9 % des importations réalisées par l'ensemble des pays de l'OCDE (tous produits confondus), contre 14,2 % pour la RFA, 9,8 % pour la France, 9,6 % pour le Japon et 8,4 % pour le Royaume-Uni. La réduction de ce marché est donc celle qui affecte le plus les autres pays. Des simulations effectuées à l'aide de modèles multinationaux permettent d'illustrer les conséquences d'une telle réduction. Les études effectuées par la direction de la Prévision (modèle COMET) ou l'OCDE (modèle INTERLINK) convergent vers les ordres de grandeurs suivants : supposons une baisse de 10 % en volume des importations américaines (en une fois et maintenue pendant trois ans), résultant d'une baisse de l'activité et de la demande intérieure de l'ordre de 6 %, « toutes choses restant égales par ailleurs » (politiques économiques inchangées notamment), il en résulterait après trois ans une réduction des exportations japonaises et européennes respectivement de 3,8 % et 1,8 % (commerce intérieur de la zone inclus) en volume. Ceci entraîne une baisse du produit intérieur brut en volume de 0,7 % pour le Japon et de 0,5 % pour la Communauté européenne après le même délai.

Ces résultats illustrent le rôle crucial du « multiplicateur international ». Dans la baisse simulée des exportations européennes et japonaises, les moindres ventes en direction des Etats-Unis ne représentent qu'une part minoritaire (respectivement un tiers et la moitié), l'essentiel de la réduction provenant du jeu des liaisons commerciales. Chacun des pays européens par exemple, face à la contraction de l'activité provoquée par la diminution des exportations vers les Etats-Unis, va réduire ses

importations, et donc le marché et les exportations de ses partenaires. Ainsi, dans le cas particulier de la France qui exporte relativement peu vers les Etats-Unis (5,7 % de ses ventes extérieures), la réduction des exportations apparaît finalement quatre fois plus prononcée, après trois ans, que celle qui résulterait directement de la baisse des ventes aux Etats-Unis.

Réduction de 7,5 % des importations américaines

A ce stade, nous ne cherchons à apprécier que la part de la récession américaine imputable directement au resserrement de la politique monétaire et à la montée des taux d'intérêt, à l'exclusion de l'impact d'autres facteurs comme par exemple le deuxième choc pétrolier. Nous en déduisons ensuite les effets sur le commerce mondial et les autres pays. En outre nous n'étudions que les effets récessifs directs de la politique monétaire, par opposition à ceux résultant de l'appréciation du dollar, des politiques restrictives en Europe, et du recul des importations des pays en développement, dont nous montrerons qu'ils sont induits par la politique monétaire américaine. Ces effets récessifs indirects, et leurs conséquences sur le commerce mondial, seront pris en compte dans les calculs de la deuxième étape.

De 1980 à 1982 les taux d'intérêt réels ont augmenté de 5 à 7 points, selon le mode de calcul. Ce renchérissement du crédit aux Etats-Unis a affecté directement trois composantes de la demande : l'achat de logement, la consommation en biens durables des ménages et l'investissement productif privé. En 1982 l'achat de logement aux Etats-Unis a été inférieur de 35 % (en volume) à son niveau moyen de 1977-1979. De même la consommation de biens durables en 1982 a été inférieure de 10 % à ce qu'elle aurait été si elle avait évolué au même rythme que le reste de la consommation privée. Enfin une simulation de modèle américain du BEA (US Department of Commerce) montre qu'en 1982 l'investissement productif aurait été supérieur de 3 % environ au niveau observé si les taux d'intérêt réels étaient demeurés égaux à ceux de la période 1976-1979.

Au total ces effets expliqueraient, selon une simulation du modèle des Etats-Unis d'ATLAS ², une moindre progression du produit intérieur brut américain en volume de 4 % (soit + 0,2 % au lieu de + 4,2 %) en deux ans (de 1980 à 1982) et une moindre hausse des importations de l'ordre de 7,5 %. De cette évaluation, on peut déduire les effets sur les autres pays, transmis par le canal du commerce international.

Les simulations effectuées à l'aide des modèles multinationaux indiquent que cette contraction de l'activité américaine aurait entraîné une réduction du produit intérieur brut en volume de 0,3 % dans la Communauté européenne en 1982 et 0,5 % au Japon ; les baisses des exportations auraient été respectivement de 1,1 % et 2,8 %. Ce ralentissement de la production qui peut paraître faible, correspondrait cependant à environ 200 000 emplois en moins dans la Communauté.

2. ATLAS est le modèle multinational en cours d'élaboration à la direction de la Prévision.

La contagion à la hausse des taux d'intérêt

La hausse des taux d'intérêt à court terme des Etats-Unis à partir de 1978 a entraîné celle des taux européens avec un parallélisme frappant. La hausse s'est amorcée immédiatement au Royaume-Uni et en 1979 pour la RFA et la France. Partout son ampleur maximale a été de l'ordre de dix points par rapport au niveau de 1978 (graphique 4). A partir du milieu de 1981 la baisse s'est amorcée outre-Atlantique et les taux européens ont suivi. Notons cependant que l'inflation s'étant sensiblement accélérée de 1978 à 1980, la hausse des taux d'intérêt réels a été moindre, de l'ordre de 3 % en Europe. La raison centrale de ce parallélisme tient à l'incidence des taux d'intérêt sur les marchés des changes. Une hausse des taux américains par rapport aux autres induit une appréciation du dollar, en provoquant une migration de capitaux mobiles vers cette monnaie où le placement est plus rémunérateur. Pour éviter ces mouvements de capitaux et des changements de parité brutaux les autorités monétaires des pays européens ont dû adopter des contre-mesures, consistant notamment à relever leurs taux pour réduire leur écart avec ceux des Etats-Unis.

Quelles sont alors les conséquences de ces réactions pour l'Europe et le Japon ?

En ce qui concerne l'activité et la demande en volume, il y a unanimité de diagnostic dans les études disponibles : la hausse des taux d'intérêt a des effets récessifs, en rendant plus coûteux l'accès au crédit. D'une part les ménages ont réduit leurs achats de biens durables, en particulier d'automobiles, et leurs acquisitions de logements. Mais surtout les entreprises n'ont pas investi et ont destocké. En outre au renchérissement du crédit s'ajoute l'amputation du profit due à l'augmentation des charges financières. L'élévation pour les ménages et les autres agents, des revenus de leurs placements financiers a certes un effet favorable mais sans commune mesure.

En ce qui concerne l'impact des taux d'intérêt sur l'inflation, les diagnostics ne sont pas aussi nets. Les résultats des simulations dépendent assez largement des poids respectifs accordés par les experts aux variables de tension sur les marchés ou aux variables de coût dans la formation des prix. Assez généralement, on s'attend à des effets désinflationnistes, la contraction de la demande relâchant les tensions et autorisant ainsi une moindre croissance des prix. A l'inverse, les évolutions des coûts unitaires de production peuvent entraîner un regain d'inflation. Ceux-ci en effet tendent à croître parce que d'une part la réduction des effectifs ne suit pas immédiatement celle de l'activité (cycle de la productivité à court terme), d'autre part parce que les charges financières s'alourdissent et enfin parce que, dans une période de fort chômage, la formation des salaires n'est que marginalement affectée par un nouveau relâchement des tensions sur le marché du travail.

Lorsque la hausse des taux intervient dans plusieurs pays à la fois

Si l'on se limite à la France, les travaux disponibles mettent en évidence des effets stagflationnistes de la hausse des taux d'intérêt assez marqués. Les raisons tiennent aux rigidités de court terme donnant aux évolutions de coût un rôle plus important qu'au relâchement des tensions. Le modèle METRIC indique qu'une hausse de 3 points du taux du marché monétaire français entraîne une baisse de 0,6 % du produit intérieur brut et une hausse de 0,3 % des prix à la consommation. Pour le modèle COPAIN, les effets stagflationnistes sont plus accusés : - 0,9 % sur la production, + 1,2 % sur les prix, pour la même hausse des taux d'intérêt.

Dans le cas d'une hausse des taux intervenant simultanément dans l'ensemble des pays européens, les effets ont été estimés dans trois études différentes : celle des Communautés européennes avec le modèle EUROLINK, celle du Professeur KLEIN à Philadelphie avec le modèle LINK, et celle de l'OCDE. Pour 3 points de hausse des taux d'intérêt, elles indiquent une baisse du produit intérieur brut de la Communauté européenne comprise entre 1,8 et 2,1 % après deux à quatre ans. Les effets inflationnistes donnent lieu à des estimations plus divergentes, mais toujours faibles : de + 0,1 % d'inflation pour LINK à - 0,3 % par an pour EUROLINK. Pour le Japon enfin, LINK indique une baisse du produit intérieur brut de 1,2 % après quatre ans, l'inflation marquant un léger ralentissement (- 0,1 % à - 0,2 % par an).

L'ampleur des effets dépressifs précédents est due pour une bonne part, là encore, au mécanisme du multiplicateur international, lequel devient très important lorsque les mêmes politiques sont menées simultanément dans chaque pays. Il traduit le degré élevé d'interdépendance des pays européens par leur commerce extérieur.

Des simulations effectuées avec le modèle COMET illustrent la portée de ce mécanisme. Pour chaque grand pays de la CEE, on a comparé les effets d'une politique monétaire menée soit par lui seul, soit en même temps que tous les autres. Par convention on a supposé que dans tous les pays cette politique se traduisait par une baisse « ex-ante » de la demande intérieure égale à une même fraction du PIB : 1 %, ce qui, avec des hypothèses simples, correspond à une montée d'environ 3 % des taux d'intérêt réels. Cette réduction a été répartie entre investissement productif, construction de logement et consommation des ménages en biens durables selon les effets observés en moyenne dans les grands pays de l'OCDE en 1980-1982.

Les résultats des simulations montrent que dans le cas d'une politique monétaire restrictive individuelle menée par la RFA, par exemple, le produit intérieur brut est réduit de 1,3 % après trois ans. Si cette politique est menée simultanément par la

RFA et les autres pays de la Communauté, la baisse du produit intérieur brut allemand atteint 2,1 % après trois ans, soit 1,6 fois plus que dans le cas précédent. La différence provient de ce que la réduction d'activité dans les autres pays, qui s'accompagne inévitablement d'une réduction de leurs importations, provoque une baisse importante des exportations allemandes. La valeur du coefficient multiplicateur varie selon les pays : il vaut 1,8 pour la France et le Royaume-Uni, 1,9 pour l'Italie et 1,7 en moyenne pour l'ensemble des pays de la Communauté. En outre il croît avec le degré d'ouverture extérieure des pays : il atteint ainsi 3,0 pour la Belgique, où les importations représentent 67 % du produit intérieur brut (tableau 2).

TABLEAU 2

Effet multiplicateur associé à la simultanéité des politiques restrictives nationales

Rapport entre les baisses du PIB d'un pays selon que la politique restrictive est menée par lui seul, ou de concert avec les autres pays de la CEE. Valeurs après trois ans.

RFA	France	Royaume-Uni	Italie	Belgique	Pays-Bas	Moyenne des pays de la CEE
1,6	1,8	1,8	1,9	3,0	2,8	1,7

L'appréciation du dollar et ses conséquences

En moyenne annuelle, de 1980 à 1982 l'appréciation du dollar américain a atteint 34 % par rapport à l'ensemble des autres monnaies (monnaies composant les DTS, hors dollar) et 42 % par rapport à l'ECU. Cette appréciation s'est poursuivie en 1983 (graphique 6).

Les trois déterminants essentiels des taux de change, retenus par l'analyse traditionnelle, se sont conjugués pour provoquer cette hausse ; tous trois évoluant eux-mêmes sous l'effet de la politique monétaire. Tout d'abord le niveau relativement plus élevé des taux d'intérêt américains a induit des déplacements de capitaux spéculatifs. Une étude économétrique récente indique qu'une différence de 1 point entre les taux d'intérêt à court terme provoque, tous autres facteurs inchangés, une appréciation du dollar par rapport au deutschemark de l'ordre de 2 % la première année et de 5 % l'année suivante. Ensuite la balance courante américaine est restée relativement équilibrée (fluctuant entre - 0,4 % et + 0,3 % du PIB de 1979 à 1982), alors que le deuxième choc pétrolier faisait craindre une importante dégradation. Ce maintien résulte de la politique économique restrictive, qui a fortement modéré les importations en déprimant la demande intérieure et la production ; en

1982 le PIB en volume a connu une baisse exceptionnelle de 1,7 % par rapport à l'année précédente. Enfin la hausse des prix s'est fortement ralentie à partir du début de 1981, son rythme annuel tombant de 10 % à 4 % en 1983, soit un taux sensiblement inférieur à celui de l'Europe encore de l'ordre de 8 % au début de 1983 pour l'ensemble de la Communauté. C'est là, on l'a vu, le principal résultat positif de la politique monétaire, dû sans doute au moins autant à la récession de l'activité qu'aux mécanismes monétaristes.

Ces trois facteurs classiques n'épuisent pas l'explication des évolutions de parité, surtout pour le dollar qui est la monnaie internationale et pas seulement la monnaie des Etats-Unis. D'autres déterminants doivent intervenir dans l'analyse, notamment d'ordre politique et psychologique. Mais les effets des facteurs économiques, mis en évidence par l'analyse économétrique, soulignent le rôle fondamental joué par la politique monétaire américaine dans l'appréciation du dollar.

Effets sur les Etats-Unis...

De la forte appréciation du dollar américain résulte une importante perte de compétitivité des Etats-Unis, tant sur les marchés extérieurs que sur le marché intérieur. Une simulation du modèle COMET a permis d'estimer que la progression de leurs exportations en volume a été freinée de 4 % sur les deux années 1981 et 1982, et environ de 1 % en 1983. Parallèlement, toujours selon cette simulation, leurs importations se trouvaient accélérées de 3 % en 1981 et 1 % en 1982. En conséquence l'activité s'est réduite : - 1 % de PIB pour chacune des années 1981 et 1982. En revanche cette appréciation du dollar a induit un ralentissement de l'inflation. Elle a conduit en effet à une baisse du coût des produits importés atteignant 13 % en 1982, l'appréciation de 34 % ne donnant une baisse de prix que pour les importations facturées dans une autre devise que le dollar. L'effet direct de cette baisse est, selon les modèles, une réduction du rythme de hausse des prix à la consommation de 0,5 % à 1 % par an. Cet effet a pu être en outre renforcé par la pression de la concurrence exercée sur les producteurs nationaux, sans doute conduits à réduire leurs propres prix. Enfin la balance commerciale américaine se serait dégradée d'environ 4 milliards de dollars en 1981 et de 10 milliards en 1982 et 1983, soit 0,3 % du PIB.

Une simulation du modèle INTERLINK montre des effets de même sens. Leur ampleur n'est cependant pas directement comparable, en raison d'hypothèses différentes sur l'évolution du prix du pétrole et des matières premières.

... et sur l'Europe et le Japon

La simulation précédente effectuée avec le modèle COMET décrit également les effets de l'appréciation du dollar sur les autres pays du monde. Concernant l'Europe et le Japon, les effets sont cependant incomplets en ce qu'ils ne prennent pas en compte les réactions de politique économique : on peut notamment considé-

rer que pour préserver leur objectif prioritaire de désinflation, les politiques de nombreux pays européens ont été durcies de façon à limiter les hausses de prix. Les résultats bruts des simulations fournissent toutefois des ordres de grandeur intéressants.

En Europe et au Japon, la hausse du dollar se traduit en premier lieu par une accélération de la hausse des prix intérieurs, liée à l'augmentation du prix des importations : coût plus élevé du pétrole et de nombreuses matières premières, montée des prix des produits américains, et relèvement général des prix du commerce international par contagion. Le modèle indique, hors effets d'une politique économique compensatrice, une hausse du coût des importations de 14 % en moyenne dans les pays de la CEE de 1980 à 1982, accélérant l'inflation de 1 % par an en moyenne, avec des modulations selon les pays (tableau 3).

TABLEAU 3

Accélération de l'inflation dans la Communauté européenne induite par l'appréciation du dollar depuis 1980

Différence de taux de croissance annuel du prix de la consommation des ménages (moyenne 1981-1982), en pourcentage.

RFA	France	Royaume-Uni	Italie	Ensemble de la CEE
0,6	1,0	1,3	1,6	1,0

— Simulation à l'aide du modèle COMET.

En ce qui concerne l'activité, deux effets s'opposent : l'avantage de compétitivité par rapport aux Etats-Unis, qui joue sur le marché européen, outre-Atlantique et aussi sur les marchés tiers, est source d'expansion ; en sens inverse, la hausse importante du prix des importations a, comme un choc pétrolier, des conséquences stagflationnistes marquées. Selon la simulation, la résultante serait nulle ou très faiblement positive pour les PIB du moins à l'horizon de court terme (2 à 3 ans) retenu pour cette étude.

Enfin les balances courantes subissent dans tous ces pays une dégradation sensible, le renchérissement immédiat des importations n'étant compensé que pour une faible partie et avec retard par l'augmentation des exportations en volume (gains de parts de marché) et en prix (inflation supplémentaire). Pour la CEE, la dégradation aurait atteint 9 milliards de dollars en 1981 et 15 à 20 milliards en 1982.

L'aggravation des difficultés financières des pays en développement

La crise qui frappe les pays en développement n'est pas indépendante de celle qui atteint les pays industriels, mais en constitue au contraire pour l'essentiel le reflet. Après le premier choc pétrolier, la demande d'importations des pays en développement et surtout de l'OPEP avait constitué un moteur de la reprise mondiale. Après le second choc pétrolier, à l'inverse, le ralentissement de la croissance et de la demande des pays du Sud freinent le développement des pays industriels en réduisant leurs débouchés. Les simulations précédentes prennent en compte ces effets dépressifs. Cependant, elles n'ont pas considéré les conséquences de la hausse des taux d'intérêt sur la dette des pays en développement.

L'élévation des taux d'intérêt américains provoque, on l'a vu, une hausse générale des taux sur les marchés financiers, qui affecte en particulier les prêts aux pays en développement. Or près de la moitié de leur dette est constituée de prêts à « taux flottant », révisé tous les six mois, en fonction des taux pratiqués sur les marchés financiers. Tout relèvement des taux alourdit donc massivement le service de la dette, c'est-à-dire le montant des intérêts payés, des pays en développement : une grande partie de la dette passée et pas seulement les nouveaux crédits sont frappés par la hausse des taux.

Or, compte tenu de la situation financière critique des pays endettés, le paiement du service accru de la dette ne peut pas se faire au prix d'une dégradation supplémentaire de leur balance des échanges extérieurs. Les pouvoirs publics de ces pays sont alors contraints de compenser le surcoût de la dette par une réduction du même ordre de leurs importations. Ainsi le montant des intérêts payés a pratiquement triplé de 1978 à 1982 ; en tenant compte de l'accroissement de l'encours de dette sur la même période, le coût de ces prêts a presque doublé (tableau 4). Si le coût de l'endettement était resté à son niveau de 1978, les pays en développement auraient

TABLEAU 4

Service de la dette des pays en développement (OPEP inclus)*

	1978	1979	1980	1981	1982
En milliards de dollars	17,3	25,2	34,8	43,0	50,3
En % de la dette	5,4	6,7	8,2	9,0	9,7

* Intérêts versés sur la dette totale, à taux flottants et à taux fixes.

Source : OCDE.

économisé 22 milliards de dollars en 1982 au titre du service de la dette. Ce montant équivaut à environ 8 % de leurs importations totales.

Les conséquences pour les pays de l'OCDE d'une telle réduction des débouchés extérieurs de leurs exportations peuvent être estimées à partir d'une autre simulation du modèle COMET. On a supposé une baisse en une fois et maintenue pendant trois ans de 10 % des importations en volume des pays en développement (hors OPEP), ce qui est un ordre de grandeur plausible des effets précédents. Après trois ans, le produit intérieur brut de la Communauté européenne est réduit de 0,6 % et celui du Japon de 0,9 %, par suite d'une baisse des exportations en volume de 2,3 % et 4,9 % respectivement ; le PIB des Etats-Unis baisserait selon cette simulation de 0,6 %.

Un bilan des effets de la politique monétaire américaine

Bien évidemment ni les chocs pétroliers d'hier, ni la gestion américaine actuelle ne suffisent à expliquer pourquoi on est passé de l'expansion des « trente glorieuses » à la configuration actuelle. Il reste que le pays qui par son poids économique, son hégémonie monétaire (sans parler de sa puissance politique) conserve une large autonomie de gestion interne, modèle effectivement par ses propres choix l'évolution économique d'un monde de plus en plus interdépendant. La transmission des impulsions en provenance des Etats-Unis s'opère par de multiples canaux — techniques, commerciaux, monétaires et financiers — et la stratégie du pays dominant joue un rôle central dans la détermination des configurations possibles de l'économie mondiale.

En additionnant les résultats des simulations décrites ci-dessus, ce que leur indépendance rend possible, on obtient un ordre de grandeur de l'effet global de la politique monétaire américaine sur l'Europe. De 1979 à 1982, le produit intérieur brut observé de la Communauté européenne s'est élevé de 1,2 % en volume. Sans la politique monétaire américaine, et toutes choses égales par ailleurs, il se serait accru de 3 % supplémentaire sur la même période, selon les simulations (tableau 5).

TABLEAU 5

Effets sur l'activité économique européenne de la politique monétaire américaine*

Réduction d'activité provenant des simulations sur :	
— la contraction du marché américain liée aux effets dépressifs internes de la politique monétaire	— 0,3 %
— la contagion à la hausse des taux d'intérêt en Europe	— 2,1 %
— la montée du dollar	0,0 %
— l'aggravation des difficultés des PVD	— 0,6 %
Réduction totale du PIB européen	— 3,0 %

* Effets sur le niveau du produit intérieur brut de la Communauté européenne, cumulés de 1979 à 1982.

L'ordre de grandeur apparaît donc considérable et correspond aux deux tiers du manque à gagner en croissance que l'on observe pour les pays européens entre les deux chocs pétroliers : en 1976, le PIB de la Communauté européenne dépassait de 5,7 % son niveau de 1973, alors qu'en 1982 le chiffre correspondant par rapport à 1979 n'atteint que 1,2 % soit un écart de 4,5 %.

Certes d'autres facteurs ont affecté la croissance européenne ces dernières années : les effets favorables de la politique fiscale américaine ou de la baisse des prix du pétrole ne sont pas pris en compte ici, pas plus que les effets défavorables des politiques budgétaires et salariales pendant les années suivant le premier choc pétrolier.

Ces résultats font apparaître une hiérarchisation des effets. Ainsi sur la croissance, la contagion de la hausse des taux d'intérêt apparaît prédominante, alors que la montée du dollar ne semble jouer aucun rôle direct. Il en va tout autrement si l'on considère les résultats des simulations sur l'évolution des prix et l'équilibre extérieur. L'appréciation considérable du dollar, par rapport à l'Ecu, (42 % de 1980 à 1982) a eu pour conséquences une hausse annuelle supplémentaire des prix de 1 % pour l'ensemble de la Communauté européenne (en moyenne pour les années 1981 et 1982) et une dégradation de la balance courante de la CEE atteignant 15 à 20 milliards de dollars en 1982 ; à un moment où les politiques européennes étaient orientées prioritairement vers la désinflation et le rétablissement des équilibres financiers, considérés comme préalables au retour à une croissance saine, le choc-dollar a donc réduit les marges de manœuvre en Europe : il a poussé au resserrement des politiques monétaires (pris en compte dans ce travail) mais aussi au durcissement des politiques budgétaires et salariales, qui ont contribué à déprimer l'activité. Ainsi, le rôle indirect de la montée du dollar (non décrit dans cette étude) a-t-il été considérable, même en ce qui concerne la croissance en Europe.

Une baisse du dollar, associée à la détérioration attendue des comptes extérieurs américains, serait à l'inverse très favorable à l'Europe. Elle autoriserait une orientation moins sévère des politiques économiques, dont les effets compenseraient très largement l'amélioration de la compétitivité des produits américains, aujourd'hui très dégradée.

Ce texte a été rédigé en décembre 1983.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

La déréglementation aux Etats-Unis :

« A perspective on the Economics of Natural Gas Decontrol »
Federal Reserve Bank of St-Louis Review, November 1982, vol. 64, n° 9.

« Recent Financial Innovations : Have They Distorted the meaning of M1 ? id, April 1982, vol. 64, n° 4.

Présentation des modèles :

« Le modèle COMET : présentation et appréciation », octobre 1981, direction de la Prévision, note interne n° A.81.4.141.36 - Paris.

P. Ranuzzi, « The bilateral trade linkages of the EUROLINK Model. An analysis of foreign trade and competitiveness ». *Economic Paper n° 6*, January 1982, Commission of the European Communities, Directorate — General for Economic and Financial Affairs, Bruxelles (internal paper).

OECD INTERLINK SYSTEM (vol. 1), economics and statistics Department, OECD, Spring 1982, Paris.

J.A. Sawyer : *Modelling the international Transmission Mechanism* (Projet LINK), 1979, North — Holland Publishing Co, Amsterdam.

Résultats de simulations :

« Simulations de politique budgétaire à l'aide du modèle des liaisons internationales établi par l'OCDE », Etudes spéciales, *Perspectives économiques*, juillet 1980.

« L.R. Klein, R. Simes, P. Voisin : « Coordinated monetary policy and the world economy », *Prévision et analyse économique*, vol. 2, n° 3, octobre 1981.

« Simulation de l'incidence exercée sur la Communauté des taux (...) d'intérêt » in « Bilan économique annuel 1981-1982 », *Economie européenne* n° 10, novembre 1981, Commission des Communautés européennes, Bruxelles.

« The outlook to mid - 1983 », note du secrétariat de l'OCDE, DES/MI/F (81) 3 au 27 octobre 1981.