

# Masse monétaire mondiale et taux d'intérêt à court terme

Hubert de La Bruslerie  
Professeur  
Université  
Paris I Sorbonne



Les conditions d'une baisse des taux au niveau mondial impliquent l'évolution brute des liquidités mondiales, et une double interrogation sur les normes d'évolution des masses monétaires et sur le cadre strictement national de définition des politiques d'offre de monnaie.

La loi de l'offre et de la demande est souvent prise comme paradigme en économie. Quand l'offre d'un bien diminue, les prix sur un marché libre doivent avoir tendance à monter. Ce principe de bon sens est souvent nié lorsqu'il s'agit d'un bien particulier : la monnaie. L'idée souvent admise est que celle-ci voit son offre largement fixée de manière discrétionnaire par les banques centrales qui agissent au niveau national en contraignant à la fois les taux d'intérêt à court terme et les quantités admises au refinancement. L'innovation majeure des années 1980 a consisté à donner la préférence à une action en termes d'objectifs de masse monétaire qui se traduit sous la forme de taux de progression annuel. La conséquence directe en est que le taux d'intérêt à court terme apparaît largement comme une variable de marché dont le prix, hier fixé discrétionnairement, s'établit aujourd'hui sur un marché.

Une seconde innovation réside dans l'intégration croissante des masses monétaires dont l'évolution est voisine en ordre de grandeur. Les politiques monétaires interagissent, les marchés des changes jouant de plus en plus le rôle de courroie de transmission des impulsions monétaires. L'intégration économique croissante entre les pays se vérifie aussi dans le déroulement des cycles. Les différentes phases de récession-expansion sont

apparues plus marquées au cours des années 1980. Il n'est plus aujourd'hui question pour une grande économie d'adopter une politique conjoncturelle franchement contra-cyclique (comme ce fut, par exemple, le cas de la France en 1981). L'analyse conjoncturelle centre son propos sur la position d'une économie dans le déroulement des phases du cycle. Ainsi les conjoncturistes d'aujourd'hui s'efforcent-ils de discerner le début de la fin de la reprise (*softlanding*).

L'objet des développements qui suivent est de dresser un constat empirique sans chercher à entrer dans l'analyse théorique. Il s'agit de montrer le fonctionnement dorénavant mondial des marchés monétaires. Ceux-ci sont l'expression de comportements intégrés où l'offre de monnaie, appréhendée globalement, est en relation directe avec l'évolution des taux d'intérêt. Cet équilibre de marché mondial respecte parfaitement la relation inverse entre prix et quantité.

## ***Une relation prix-quantité de bon sens au niveau international***

On peut définir l'offre excédentaire de monnaie comme le surplus de création monétaire qui ne correspond pas strictement au financement de la

croissance nominale de l'économie. Une idée simple est que le montant des signes monétaires nécessaires suit globalement la croissance réelle de l'économie en volume, mais aussi sa croissance nominale telle qu'elle résulte de la hausse du niveau général des prix (1). L'offre excédentaire de monnaie a donc été mesurée comme le taux de croissance annuel moyen de la masse monétaire entendue au sens large (M3) des cinq pays les plus industrialisés (G5), corrigé des besoins induits par le financement des transactions. Ceux-ci résultent de la croissance de la production réelle, mesurée par l'augmentation (ou la diminution) de la production industrielle, et de l'inflation, mesurée par la variation en pourcentage de l'indice des prix à la consommation. Une étude des décalages du cycle conjoncturel montre que la variation des besoins de financement futurs de l'économie dans neuf mois est la plus parlante. Il s'agit en fait d'intégrer l'évolution future dans l'offre de monnaie actuelle.

La variation de l'offre excédentaire de monnaie au niveau international s'exprime donc :  $M3(t) - \text{IndProd}(t+9) - \text{CPI}(t+9)$  (2). Cette donnée a été calculée sur une période de plus de seize années (septembre 1980-mars 1997).

La courbe en trait plein du graphique montre les variations de l'offre excédentaire de monnaie qui fluctuent

entre -5 % et +11 % par an. Au cours de certaines périodes, cette offre est positive, ce qui signifie qu'il apparaît un surcroît de liquidités lié à une création de monnaie généreuse. Ce fut globalement le cas au cours des années 1985 à 1992 (3). A l'inverse, apparaissent des périodes d'offre excédentaire négatives, c'est-à-dire d'insuffisance nette de liquidités puisque la création monétaire ne permet pas de couvrir les besoins induits par la croissance de l'économie. Les années 1983 et 1984, dominées par de fortes inflations et la mise en place de politiques monétaires restrictives, sont caractérisées par des valeurs négatives sur le graphique.

L'époque récente, particulièrement les années 1994-1995, montre un minimum historique négatif de l'ordre de -5 % correspondant à une insuffisance monétaire qui, elle-même, s'explique à la fois par un taux de croissance des masses monétaires souvent nul, voire négatif, par une croissance qui redevient positive et importante dans les années 1993, notamment aux États-Unis, et par une inflation très faible de 2 à 4 % selon les pays. Le phénomène de *credit crunch* apparaît manifeste au niveau mondial.

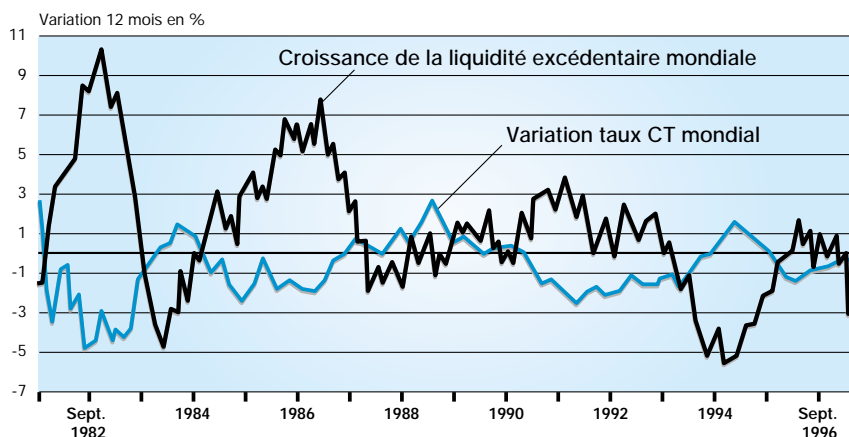
En regard, le graphique fait ressortir l'évolution agrégée des taux d'intérêt à court terme dans les pays du G5. Cette moyenne a été calculée en utilisant comme pondération la masse monétaire relative de chaque pays (4). Ainsi, l'évolution de l'offre excédentaire de monnaie mondiale est-elle comparée à la variation du prix de la monnaie. Une relation inverse se dessine clairement. Quand l'offre excédentaire de liquidités est positive, les taux d'intérêt à court terme ont tendance à diminuer. Ce fut le cas en 1982-1983, ou en 1991. C'est le cas récemment où l'offre excédentaire de liquidités est redevenue positive au niveau mondial. Inversement, une insuffisance de liquidités internationales s'accompagne de tensions sur les taux d'intérêt qui connaissent des hausses marquées, notamment en 1994-1995. Le coefficient de corrélation instantanée entre ces deux courbes est négatif et important : -0,70.

### Des enseignements variés

Les enseignements que l'on peut tirer de ce constat sont simples.

Il existe une relation évidente entre prix et quantités de monnaie au niveau mondial. Plutôt que d'étudier le comportement d'offre de monnaie au sens strict de telle ou telle banque

## Offre nette mondiale de liquidités et variation des taux à court terme



centrale, ce qui apparaît pertinent est l'offre globale de liquidités provenant notamment de la création de monnaie bancaire. Cette offre de liquidités doit être corrigée des éléments d'évolution du cycle économique en termes de production et/ou de hausse de prix. On trouve bien au niveau mondial une relation inverse prix-quantité qui exprime l'existence d'un très classique mécanisme de marché.

Une analyse internationale et agrégée de ces phénomènes est pertinente. Au-delà des comportements domestiques, il existe de puissants mécanismes internationaux d'intégration économique (liés au déroulement des phases du cycle) et d'intégration financière (liés aux relations d'équilibre et d'arbitrage entre marchés). Les corrélations entre les mouvements de taux d'intérêt et de change sur les marchés internationaux en sont une illustration. Cela devrait conduire aussi à prendre en considération, à côté des taux de croissance des masses monétaires domestiques, un indicateur plus global d'évolution de la liquidité au niveau mondial. A la limite, on peut mettre en cause le cadre national de définition d'une politique monétaire au profit d'une action coordonnée : la globalisation des marchés financiers vide d'une partie de son sens la notion de souveraineté monétaire nationale.

Enfin, la situation actuelle n'est plus révélatrice de tensions importantes au niveau des taux d'intérêt à court terme liés à une insuffisance de la création monétaire internationale. Le phénomène de ciseaux conduisant à des hausses très marquées des taux courts durant l'année 1994, est en train de se résorber par suite d'un at-

terrissage en douceur (c'est-à-dire non inflationniste) des économies américaine et allemande, de la très faible croissance des économies japonaise et française, le tout conjugué à un redémarrage salutaire de la création monétaire au niveau mondial, notamment depuis 1996.

Telle est la tendance qui se dessine en 1997, on voit l'offre excédentaire de monnaie tendre à nouveau vers des valeurs positives et les taux d'intérêt rester stables à un niveau bas. La situation actuelle reste toutefois marquée par un relatif rebond de la croissance monétaire mondiale, conjuguée avec une croissance réelle soutenue aux États-Unis et en Grande-Bretagne. Les conditions structurelles d'une baisse des taux d'intérêt au niveau mondial vont donc au-delà d'effets d'annonces distillées plus ou moins savamment à destination des marchés par les banques centrales. Elles impliquent, à la fois, l'évolution brute des liquidités mondiales, une interrogation sur les normes d'évolution des masses monétaires et une mise en cause du cadre strictement national de définition des politiques d'offre de monnaie. ■

(1) Cela reprend l'idée qu'il existe une relation proportionnelle entre la demande de monnaie dans une économie et le montant des transactions. On suppose implicitement que la vitesse de circulation de la monnaie reste constante.

(2) M3, IndProd, CPI sont respectivement la masse monétaire, la production industrielle et les prix à la consommation agrégés sur les pays du G5 et mesurés en taux de variation sur douze mois. Données OCDE.

(3) Période au cours de laquelle les taux de croissance de la masse monétaire ont été de l'ordre de 8 % par an.

(4) Les poids utilisés ont été : États-Unis 53 %, Japon 21 %, Allemagne 13 %, France 7 %, Grande-Bretagne 6 %. Les résultats obtenus sont peu sensibles au système de pondération utilisé.