

# Politique monétaire passive ou politique économique ?

**Jean-Paul Fitoussi**

*Directeur du Département des Etudes de l'OFCE*

*Dans les années récentes, la politique économique dans la plupart des pays de l'OCDE semble avoir modifié à la fois ses objectifs et les moyens utilisés pour les atteindre. L'inflation est considérée comme le déséquilibre majeur et une politique monétaire restrictive comme le seul instrument qui permette de la réduire.*

*Dans cet article, on s'interroge sur le bien-fondé d'une telle position, sur les hypothèses théoriques et les faits d'expérience qui servent à la justifier. La seule explication des unes et des autres permet d'en mesurer la fragilité.*

*La rationalité des anticipations des agents économiques occupe une place importante dans l'analyse, mais elle ne constitue pas, comme le soutiennent les tenants du conservatisme monétaire, une raison suffisante pour renoncer à une politique active.*

*Un programme alternatif est alors proposé, fondé sur une double action, concernant la croissance et le coût de production. Il existe en effet des raisons fondamentales, liées au comportement d'investissement des entreprises, et à la nature des rendements, qui permettent de penser qu'une telle politique aurait des effets favorables sur les prix et l'emploi.*

*Une politique monétariste restrictive se révélerait alors contre-productive, aggravant dans le court ou moyen terme le problème qu'elle cherche à résoudre (l'inflation), sans bien sûr résoudre le problème dont elle nie l'existence ou la pertinence sociale (le chômage).*

Rien ne saurait mieux illustrer la nature relativiste de la théorie économique que la récurrence des arguments qui interviennent dans le débat de politique économique. A la fin des années 20, le Gouvernement britannique publie un Livre Blanc — « Memoranda on certain proposals relating to unemployment » — pour exposer les raisons qui l'opposent à une relance de l'activité économique par une politique de grands travaux publics, que plusieurs économistes dont Keynes préconisaient.

Le raisonnement reposait pour l'essentiel sur une analyse de ce que l'on appelle aujourd'hui l'effet d'éviction. La réplique fut l'article fondamental de Kahn sur le multiplicateur d'emploi (1931) : Une dépense publique supplémentaire génère une épargne additionnelle susceptible de réduire l'éviction du secteur privé. A la lumière de ce débat (1), « la théorie générale » allait apparaître comme fondant la rationalité de la politique budgétaire. La longue controverse qui s'ensuivit portait, comme elle porte aujourd'hui, sur l'existence même d'effets réels de la politique monétaire. Et hier, comme aujourd'hui, la non-neutralité de la monnaie était fondée sur les mêmes arguments : l'effet des taux d'intérêts sur une ou plusieurs composantes de la demande globale ; la relative rigidité des prix et des salaires nominaux.

Ainsi, près d'un demi-siècle après la crise la plus profonde qu'ait connu le monde occidental, le débat reste non seulement en apparence, mais en substance, le même. A une différence près : les idées qu'il avait fallu combattre pour imposer une autre politique sont maintenant triomphantes, et ont une influence majeure sur la conduite de la politique économique. Que l'on en juge : A la fin de 1974 l'Allemagne et la Suisse annoncent qu'elles observeront désormais une norme d'évolution de la masse monétaire. Au milieu de l'année 1975, la Réserve Fédérale Américaine annonce un objectif intermédiaire du même type. Le Royaume-Uni et la France suivent en 1976. A la fin des années soixante-dix, pratiquement tous les pays de l'OCDE ont fixé et annoncé un objectif de croissance aux agrégats monétaires. Bref, une conversion massive au conservatisme monétaire et aux thèses monétaristes en particulier, avec les conséquences que l'on sait en matière de taux d'intérêts. La politique monétaire devient l'instrument majeur, si ce n'est le seul instrument, de la politique économique, et la hiérarchie de ses objectifs est complètement inversée : la lutte contre l'inflation se voit accorder la primauté, serait-ce au prix de l'acceptation d'un taux de chômage élevé, ou même d'une aggravation de ce taux.

Je considère que rien au niveau des faits ne vient confirmer le bien-fondé d'une telle position. La lecture des situations concrètes que nous proposent certains auteurs monétaristes, parmi les plus doués, relève davantage de l'essai de persuasion que de l'analyse non partisane : les résultats médiocres de l'Angleterre — c'est un euphémisme — proviendraient de ce que le Gouvernement britannique n'aurait pas vraiment appliqué le principe monétariste dans toute sa rigueur, ou de l'incompétence du gouverneur de la Banque d'Angleterre (selon l'explication récemment avancée par Friedman).

Comment en est-on arrivé là ? La récurrence du débat, en même temps que l'adhésion majoritaire à des thèses conservatrices, peuvent être expliquées par la conjonction d'une défaillance et d'une célèbre prédiction. La défaillance est celle des modèles économétriques dans leur rôle de guide opérationnel pour la formulation de la politique monétaire et financière. La célèbre prédiction fut formulée en 1968 par Milton Friedman : n'importe quel taux d'inflation était compatible avec un taux de chômage donné. Il est important de rappeler que cette prédiction fut énoncée à

---

(1) Le débat est évidemment celui qui oppose les tenants de la politique monétaire, entendue comme gestion saine (non interventionniste) de la masse monétaire, à ceux qui préconisent une politique économique plus active et notamment une politique budgétaire.

un moment où la politique économique était fondée sur l'existence d'un arbitrage entre taux d'inflation et taux de chômage (Courbe de Phillips), et que cette conception était dominante parmi les économistes. Son impact dramatique vient de ce qu'elle fut vérifiée par la suite, donnant à son auteur l'impression — et à ses disciples la certitude — qu'il avait eu raison contre tout le monde. Qu'une prévision soit vérifiée n'est pas nécessairement le signe de la justesse des analyses sur lesquelles elle est fondée. Mais il se trouve que la « nouvelle école classique » a construit un système cohérent capable d'expliquer à la fois les raisons de l'échec relatif des modèles économétriques et l'apparente inefficacité des politiques de régulation de la demande globale dans la lutte contre le chômage, conformément à la prédiction de Friedman.

Il y aurait peu d'intérêt à étudier cette contribution radicale — de nature contre-révolutionnaire — à la théorie de la politique économique, si elle n'avait eu un tel impact sur la pratique courante de plusieurs gouvernements occidentaux. Ces gouvernements ont-ils mesuré le caractère héroïque des hypothèses qui fondent les prescriptions de politique économique de leurs conseillers ?

Mon propos est donc d'analyser la cohérence et les présupposés de cette version « nouvelle » de l'économie néoclassique qui, si elle représente une version extrême de la position monétariste, n'en constitue pas moins l'aboutissement logique du « programme de recherche » qui lui est associé. Elle aboutit, au surplus, aux mêmes conclusions relatives à l'action : il faut contraindre le pouvoir politique, non seulement parce que celui-ci est moins vertueux qu'on ne l'imagine, mais encore parce que son action est impuissante par rapport à son projet. Il faut donc le « réguler » en lui imposant une norme stricte de comportement dans le domaine économique, plutôt que de réguler l'activité économique par une politique monétaire discrétionnaire. Les sceptiques diront que tout cela revient à revendiquer « Moins de gouvernement et davantage d'inégalités », et représente une version sophistiquée de la maxime « aide-toi, le ciel t'aidera ». Le ciel bien sûr c'est le marché (à ne pas confondre avec le gouvernement). Et ils auront ainsi une clef de lecture du programme politique du gouvernement américain.

Je soutiendrai que les raisons qui expliquent la difficulté de l'évaluation des politiques économiques au moyen de modèles économétriques ne sont pas les mêmes que celles qui conduisent aux recommandations monétaristes. Que l'on ne saurait départager les monétaristes des autres courants de pensée par le seul recours au champ empirique. Car ce qui importe n'est pas tant le fait lui-même, que l'hypothèse émise quant à sa signification. Par exemple, quelle est la nature du chômage constaté ? Que l'on n'en sache pas assez sur les effets des politiques de régulation de la demande et de l'offre ne constitue pas une raison suffisante pour renoncer à ce que l'on sait.

J'exposerai d'abord le programme monétariste et les prémisses sur lesquels il est fondé. Je montrerai ensuite pourquoi une politique économique active doit et peut être mise en œuvre <sup>(2)</sup>.

---

(2) J'éviterai autant que faire se peut d'entrer dans des considérations trop techniques. Pour une analyse plus théorique et une bibliographie, cf. J.-P. Fitoussi : « Politique monétaire et régulation de l'activité économique » communication au colloque « Les expériences monétaristes », Aix-en-Provence, 1981.

## « Un programme pour la stabilité monétaire »

Le programme monétariste peut être résumé en trois prescriptions :

1. Fixer en début de programme une norme quantitative d'évolution des agrégats monétaires et ne pas en dévier quelles que soient les fluctuations du taux d'intérêt.

2. Assurer autant que possible l'équilibre du budget et, en tout cas, ne pas utiliser l'arme budgétaire pour tenter d'amortir les fluctuations de l'activité économique.

3. Annoncer publiquement et solennellement la détermination des autorités à appliquer une telle politique.

Pour être complet il faudrait rajouter une disposition relative aux échanges extérieurs : ne pas contrôler le taux de change. Cette disposition a pour mérite de donner davantage de cohérence au programme, dans la mesure où elle évite que l'objectif extérieur n'entre en conflit avec l'objectif interne de croissance de la masse monétaire.

Une des caractéristiques remarquables de ce programme, c'est qu'il s'interdit explicitement toute tentative d'influer sur les variables réelles et notamment l'emploi. Il fonde sa rationalité sur l'idée que « l'inflation étant partout et toujours un phénomène monétaire », seule une politique monétaire restrictive — clairement annoncée pour réduire les anticipations inflationnistes de la population — peut en venir à bout. Il tire son pouvoir de séduction de la simplicité de ses recommandations, de leur nature de lieux communs : les pouvoirs publics doivent se montrer aussi vertueux que les agents privés, en n'utilisant pas la « planche à billets », en recherchant l'équilibre de leur budget. Bien sûr, les circonstances peuvent les contraindre à un déficit. Dans cette hypothèse, ils doivent emprunter sur les marchés monétaires et financiers. La hausse du taux d'intérêt qui s'ensuit assure un financement non-inflationniste de leurs dépenses, parce qu'elle engendre une diminution de la dépense privée : c'est l'effet d'éviction.

Cette liste de recommandations apparaît comme essentiellement pragmatique. Elle est pourtant fondée sur une série d'hypothèses relatives au fonctionnement du système capitaliste, dont certaines sont de nature à heurter le sens commun. Il est donc préférable de les expliciter.

1. L'économie de marché est fondamentalement équilibrée. Cela signifie en particulier que les entreprises peuvent vendre ce qu'elles désirent au prix du marché.

2. Le marché du travail est un marché comme un autre, lui aussi équilibré. Le chômage involontaire n'est pas une catégorie de l'analyse. Les fluctuations de l'emploi peuvent subsister, mais elles sont la conséquence d'une réaction volontaire des travailleurs aux signaux qu'ils perçoivent sur le marché. Les travailleurs peuvent par exemple être ainsi conduits à substituer du travail futur au travail présent. Ce qui a fait dire à un économiste célèbre que la crise de 1929 pouvait être expliquée par un brutal accès de paresse de la part des salariés. Le même phénomène serait susceptible d'être engendré par un niveau trop élevé des indemnités de chômage. Pour résumer, il existe un taux « naturel » de

chômage associé à l'équilibre spontané du marché du travail et, parce que ce taux est la conséquence du comportement volontaire des travailleurs, il n'est pas souhaitable de chercher à s'en écarter, du moins par une politique de régulation de la demande effective.

3. Les agents économiques forment leurs anticipations rationnellement. Cette hypothèse qui constitue le cœur de la nouvelle école classique mérite d'être précisée : on suppose que les agents économiques connaissent la structure de l'économie et le vrai modèle qui lui correspond, ainsi que les données présentes et passées qui lui sont associées ; ils collectent et utilisent de façon efficiente l'information qui leur est potentiellement disponible. Ils sont donc capables d'anticiper et de prévoir correctement les effets de toute politique monétaire systématique. Le vrai modèle de l'économie est bien sûr le modèle d'équilibre général exposé aux points 1 et 2, et la théorie quantitative de la monnaie qui en découle. Il implique que parce que les agents sont en situation d'équilibre, leur comportement n'est pas influencé par des modifications purement nominales.

A la lumière de ces hypothèses, le programme monétariste devient intelligible. Les hypothèses 1 et 2 impliquent qu'il n'y a pas, contrairement aux apparences, de problème de l'emploi. Il n'y a donc pas lieu de tenter de le résoudre. Toute politique économique active serait susceptible d'introduire des distorsions dans les calculs des agents économiques privés, et aboutirait à un résultat contraire à son projet. Supposons par exemple que les autorités publiques soucieuses de ce qu'elles considéreraient à tort comme un déséquilibre — le chômage — décident de relancer l'activité économique par une politique monétaire expansionniste. Sachant qu'une telle politique conduira à une augmentation des prix et des salaires, les entreprises ne modifieront pas leurs décisions de production et d'emploi, ni les ménages leurs plans de consommation. Ainsi toute action des autorités monétaires correctement anticipée par les agents économiques est annulée dans ses effets. Et toute politique monétaire systématique est, selon l'hypothèse des anticipations rationnelles, correctement anticipée.

Il ne reste aux autorités monétaires qu'une seule possibilité pour influencer sur l'activité économique : adopter un comportement arbitraire afin de susciter des erreurs de prévision dans les calculs des agents économiques. C'est ainsi que la nouvelle école classique explique les fluctuations. Le comportement des agents économiques n'est sensible qu'aux variations des prix relatifs — par exemple non pas au salaire nominal, mais au pouvoir d'achat du salaire. Une augmentation non anticipée de la quantité de monnaie est susceptible d'introduire une confusion dans l'esprit des agents entre variation des prix relatifs et variation des prix nominaux. Cette confusion entraînera une fluctuation non désirable de l'activité économique. Voilà pourquoi il est préférable de s'en tenir à une norme d'évolution de la quantité de monnaie, clairement annoncée et avec suffisamment de conviction pour qu'elle soit crédible. Cela est de nature à convaincre les agents privés de réviser leurs anticipations inflationnistes dans le sens de la baisse. Plus la crédibilité de la politique monétaire sera grande, moins le coût à payer en terme d'ajustement « transitoire » de l'activité économique — entendez en terme de chômage — sera élevé.

Le raisonnement peut être résumé en deux propositions :

La première, connue sous le nom de « proposition d'inefficacité de la politique économique », vient d'être exposée. Elle découle de la conjonction d'une hypothèse sur la structure concurrentielle de l'économie — les forces du marché tendent spontanément à assurer un équilibre optimal — et d'une autre sur la nature rationnelle des anticipations. De ces deux hypothèses, c'est évidemment la première qui est fondamentale. Si tout est pour le mieux dans le meilleur des mondes, on ne voit pas pourquoi le gouvernement serait tenté de définir une politique pour résoudre un problème imaginaire. Et c'est cette hypothèse qui était l'enjeu du débat des années trente. La « Théorie Générale » de Keynes avait précisément été écrite pour démontrer qu'une économie concurrentielle de marché n'atteignait pas spontanément un équilibre de plein emploi. C'est cependant à la seconde hypothèse, celle de la rationalité des anticipations, que l'on a imputé à tort le caractère radical de cette première proposition. Peut-être en raison de la novation qu'elle était sensée introduire dans la théorie de la politique économique. Mais sûrement, en tout cas, parce que sa complexité était de nature à obscurcir le caractère héroïque de l'hypothèse d'équilibre général en période de chômage croissant.

La seconde proposition — qui porte sur l'évaluation de la politique économique — est implicite dans le raisonnement précédent. Elle mérite que l'on s'y attarde davantage, car elle attire l'attention sur l'existence d'un problème réel dans la formulation de toute politique économique. Elle est logiquement disjointe de la précédente si bien que sa considération n'implique aucunement l'adhésion aux thèses monétaristes.

La prise en compte des anticipations implique que les relations de comportement des agents privés ne soient pas invariantes par rapport aux modifications de la politique économique. Or la conception et la justification d'une politique économique exigent notamment que l'on quantifie sur la base des effets recherchés par les autorités publiques, la valeur de certains instruments (Masse Monétaire, déficit budgétaire, etc.). Cette quantification se fait généralement sur la base d'un modèle économétrique qui permet d'évaluer les conséquences de mesures alternatives. Un modèle économétrique décrit les conséquences des comportements des agents pendant une période donnée de l'histoire d'un pays. Comme certains de ces comportements ne sont pas « observables » directement, le modèle est estimé sous une forme réduite, et les paramètres de la forme structurelle sont généralement déduits de ceux de la forme réduite grâce à une série d'hypothèses et de restrictions a priori. Or ce sont les paramètres de la forme structurelle (ceux qui mesurent les comportements des agents) dont la connaissance permet de simuler les effets des politiques économiques alternatives. Même lorsque ces derniers sont mesurés directement, ils représentent le comportement des agents tel qu'il est déterminé par leurs préférences et la politique économique effectivement mise en œuvre pendant la période étudiée. C'est donc sur l'invariance des paramètres de comportement qu'est fondée l'évaluation de la politique économique. On comprendra aisément alors que si ces paramètres dépendent eux-mêmes de la règle de politique économique antérieurement choisie par le gouvernement ou du « régime politique », l'évaluation d'autres politiques économiques sera généralement erronée.

Un exemple, extrêmement simplificateur, permettra de mieux comprendre ce point. Considérons un modèle économétrique estimé en France sur la période 1970-1980. Sur la base de ce modèle il est par exemple possible d'affirmer qu'une dépense publique supplémentaire de 1 F générera un accroissement de revenu de 2 F (le multiplicateur)<sup>(3)</sup>. Le multiplicateur est un paramètre de la forme réduite du modèle dont la valeur dépend de ceux de la forme structurelle, notamment de la propension marginale à consommer. En 1981, un gouvernement de gauche chargé d'appliquer un programme déterminé est institué. Ce seul fait, en raison même des anticipations qu'il suscite, n'est-il pas de nature à modifier la propension à consommer des salariés ou la propension à investir des entreprises ? Quel serait l'effet cumulé de ces modifications sur la valeur du multiplicateur ? Comment évaluer une mesure à partir d'un modèle estimé sous un régime politique différent ?

La théorie des anticipations rationnelles, même sous une forme atténuée, attire à juste titre l'attention sur le fait que l'invariance des paramètres de comportement dans les modèles économétriques est une hypothèse fragile qui est sans doute à l'origine de certaines erreurs, commises dans les années récentes, quant à l'appréciation des effets de la politique économique<sup>(4)</sup>. Mais il serait mal fondé d'exagérer l'importance de l'argument. D'autres causes d'erreur ont certainement contribué aux difficultés de l'évaluation de la politique économique : la mauvaise prise en compte de la contrainte extérieure, pour ne citer que la plus notable.

Pour conclure cet exposé succinct du modèle établissant la vanité de la politique économique, une question vaut d'être posée : si le monde est vraiment tel que le décrivent les monétaristes, pourquoi se préoccupent-ils autant du problème de l'inflation ? Si une variation de la quantité de monnaie, lorsqu'elle est correctement anticipée, n'a que des conséquences nominales, pourquoi imposer une norme invariante de croissance des agrégats monétaires ?

## **Pour une politique économique active**

Je ne procéderai pas ici à une critique de la cohérence interne de la position monétariste. Il suffit de noter qu'il s'agit d'une position vulnérable, même dans le cadre de son propre modèle<sup>(5)</sup>. Je voudrais seulement isoler quelques points qui militent en faveur d'une politique économique active, tout en soulignant les faiblesses et les dangers du programme monétariste. Les deux premiers points porteront davantage sur la

---

(3) Le multiplicateur n'est généralement pas constant. Il dépend de plusieurs facteurs et notamment du commerce extérieur. Mais, pour les besoins de l'exposé, nous supposons que ces facteurs sont donnés.

(4) Il ne faudrait pas en déduire que les modèles économétriques doivent être généralement condamnés. D'abord leur utilité pour la prévision à court terme demeure ; ensuite ils apportent une aide indispensable pour la compréhension du passé, car ils en permettent une lecture cohérente ; enfin, l'économétrie a fait des progrès suffisants pour permettre l'estimation de modèles dont les paramètres seraient invariants par rapport aux politiques économiques. Ce qui est vrai par contre, c'est que la plupart des modèles utilisés aujourd'hui dans les pays occidentaux n'ont pas cette propriété.

(5) On se référera à l'article précité de J.-P. Fitoussi pour une approche plus théorique.

technique de la politique économique et plus particulièrement de la politique monétaire. Le troisième sur les raisons pour lesquelles la politique monétaire a généralement des conséquences réelles. L'existence même de ces effets fonde un autre programme de politique économique, qui sera exposé.

1. Les monétaristes supposent le problème du contrôle de la masse monétaire résolu. Or du point de vue des techniques de régulation de la quantité de monnaie, il n'est pas du tout évident qu'un objectif de croissance d'un agrégat monétaire puisse être atteint. Pour qu'il le soit, il faudrait que les fonctions d'offre et de demande de monnaie soient stables, ou que leurs déplacements puissent être prévus. L'existence d'innovations financières — qui se sont multipliées dans la période récente — montre qu'il n'en est pas ainsi. Pour prendre un exemple, si la banque centrale détermine son objectif en terme de « base monétaire », les intermédiaires financiers seront probablement conduits à rechercher des méthodes qui économisent sur les réserves.

Plus généralement, l'existence d'une corrélation statistique entre la quantité de monnaie et le revenu nominal n'implique, a priori, aucune causalité particulière. Les monétaristes supposent que c'est la quantité de monnaie qui détermine le revenu nominal. Mais la causalité pourrait aussi bien être inverse. Dans cette hypothèse le contrôle de la base monétaire ne suffirait pas à garantir une croissance déterminée de la quantité de monnaie. C'est en effet la relation entre cette dernière et le revenu nominal qui est stable statistiquement et non la relation entre base et masse monétaire. Cette technique de régulation conduira par ailleurs dans la plupart des cas à des mouvements violents des taux d'intérêt.

Le contrôle de la quantité de monnaie par la médiation des taux d'intérêts est encore plus problématique. Ce qu'il faudrait contrôler en effet n'est pas tant le taux d'intérêt nominal que le taux d'intérêt réel anticipé, défini comme la différence entre le premier et le taux d'inflation anticipé. La hausse du taux d'intérêt courant n'aurait aucun effet si elle était accompagnée d'une hausse corrélative des anticipations inflationnistes.

2. Supposons que le problème du contrôle de la masse monétaire soit résolu. Le programme monétariste implique que les autorités monétaires s'interdisent d'intervenir discrétionnairement dans la conduite de l'économie. La norme d'évolution de la quantité de monnaie doit être déterminée a priori, et observée invariablement. Quelle est la logique de cette proposition ?

Il est possible de distinguer entre deux types de règles de politique économique :

— les normes (open-loop rules) qui impliquent que l'objectif « intermédiaire » (le taux de croissance annuel de la quantité de monnaie, par exemple) soit fixé une fois pour toutes ;

— les règles de rétroaction (feed-back rules) qui déterminent la valeur de l'objectif intermédiaire en fonction de l'activité économique observée dans la période courante. La théorie du contrôle optimal énonce que par rapport à l'objectif final (plein emploi ou stabilité des prix) les deux types de règles ne donnent pas des résultats équivalents, et qu'il est

*toujours* optimal d'utiliser une règle de rétroaction. Il n'est pas besoin d'entrer dans les arcanes de la théorie pour comprendre ce qui, en fait, relève du sens commun. Il est évidemment toujours préférable d'utiliser les informations nouvelles ou de tenir compte d'événements non prévus dans la conduite de la politique économique. L'observation stricte d'une norme interdit une telle flexibilité et peut avoir des conséquences perverses. L'exemple des Etats-Unis pendant l'année 1980 permettra d'illustrer ce point. Le deuxième trimestre de cette année y est caractérisé par une forte baisse de l'activité économique, ce qui est probablement le résultat d'une politique monétaire restrictive. En conséquence la demande de monnaie fléchit notablement. Mais le bureau fédéral de réserve est attaché à poursuivre son objectif trimestre par trimestre. Le résultat en est alors un surcroît de liquidité et une baisse accentuée des taux d'intérêt. Pour cette raison même, l'activité repart dans le secteur de la construction qui connaît une importante hausse des prix. Mais la poursuite de l'objectif pendant les troisième et quatrième trimestres 1980 (encore qu'imparfaitement atteint), ne pouvait avoir pour conséquence qu'une nouvelle et forte élévation des taux d'intérêt. Bref, l'obéissance invariable à la norme d'évolution fixée a priori a engendré dans une courte période des fluctuations de grande amplitude du taux d'intérêt. Comment les agents économiques peuvent-ils déchiffrer une telle évolution ? Elle n'est en tout cas pas de nature à diminuer leur perplexité quant à leur calcul économique. Elle est plutôt susceptible d'accroître leur incertitude de l'avenir. Quel sera l'effet produit sur leurs anticipations inflationnistes ? puisque c'est cet effet qui est recherché par une politique monétariste. Il est je crois extrêmement difficile de répondre à cette question. Il y faudrait une étude particulière. Si le bureau fédéral de réserve avait tenu compte des informations courantes sur l'activité économique, il aurait pu faire en sorte que l'évolution des taux d'intérêt fût plus régulière, et aurait moins perturbé les calculs des agents économiques.

3. L'efficacité de la politique économique dépend des hypothèses formulées sur la structure de l'économie. Je voudrais maintenant montrer que d'autres hypothèses — plus crédibles — conduiraient à d'autres conclusions, et proposer un programme économique alternatif dont le fondement apparaît plus conforme à la réalité du fonctionnement des économies contemporaines. La raison profonde qui justifie le programme monétariste est la croyance en la nature fondamentalement équilibrée de l'économie de marché. Toute interférence étatique serait donc vaine, ou pire encore, perturberait les calculs économiques des agents privés. Qu'il s'agisse d'une croyance, d'un principe général d'interprétation, implique que l'hypothèse elle-même ne puisse être falsifiée. Le long débat sur la nature volontaire ou involontaire du chômage en témoigne suffisamment. L'aggravation du chômage, que les tenants d'une autre explication considèrent comme un problème social important, peut toujours être interprété, même s'il faut développer une bonne dose de subtilité, comme le produit d'une attitude volontariste des travailleurs.

S'il n'en était pas ainsi, si vraiment un chômeur était un chômeur, si les entreprises éprouvaient quelques difficultés à écouler leur production, le rôle de la politique économique serait d'emblée rétabli. Les agents économiques subissent alors des contraintes additionnelles de quantités, et ils prennent leur décision en se déterminant non seulement

sur la base des signaux de prix, mais aussi des signaux de quantités que leur adresse leur marché. Par exemple, les constructeurs d'automobiles doivent évaluer la demande qui s'adresse à eux et établir leur plan de production en conséquence. Ou une entreprise peut se trouver confrontée à une diminution soudaine de ses débouchés et intégrer cette information dans ses calculs économiques. Que certaines procèdent à des licenciements ou soient conduites à la faillite ne semble pas contestable. Cela fait partie des informations que l'on peut lire dans la presse quotidienne, même aux Etats-Unis. Le principe qui fonde l'efficacité de la politique économique est alors extrêmement simple : son rôle est de desserrer les contraintes de quantités qui déterminent les comportements des agents privés. La politique monétaire notamment a des effets réels même si elle est parfaitement anticipée. Une anticipation rationnelle en période de politique monétaire expansionniste, est que les agents économiques s'attendent à vendre davantage au prix du marché. La conclusion monétariste est complètement inversée : la rationalité des anticipations accroît l'efficacité de la politique économique. La prise en compte de l'existence de contraintes additionnelles complique singulièrement le problème des anticipations : ce ne sont plus seulement des prix, mais des quantités que l'individu doit prévoir. Qu'une part importante de l'activité d'une firme, ou des bureaux d'études, soit consacrée à des prévisions quantitatives de demande future ne semble pas non plus un fait contestable. Pourquoi la théorie de la politique économique devrait-elle l'ignorer ?

La réponse monétariste à ce type de modèle, surtout lorsqu'il est accompagné de l'hypothèse d'anticipation rationnelle, consiste simplement à nier le phénomène sous prétexte qu'il n'est pas compatible avec la rationalité des individus. S'il existe un déséquilibre (mévente ou chômage) et que les agents économiques sont rationnels, pourquoi ne tentent-ils pas d'épuiser les gains potentiels de l'échange ? C'est-à-dire pourquoi ne baissent-ils pas leur prix ou n'acceptent-ils pas une réduction de salaire ? En fait cette réponse elle-même est fondée sur l'hypothèse d'équilibre qui constitue la pierre angulaire du raisonnement monétariste, et selon laquelle prix et salaires varient instantanément pour équilibrer les marchés.

Or, il existe de nombreuses raisons théoriques pour qu'il n'en soit pas ainsi. De plus et surtout, l'observation la plus hâtive du fonctionnement concret des économies contemporaines montre qu'en fait il n'en est pas ainsi. La considération d'une contrainte additionnelle apparaît à la fois mieux fondée et plus conforme à l'expérience courante des entreprises et des ménages. La politique monétaire retrouve dans cette hypothèse son rôle de politique de stabilisation.

Dans une telle situation, une politique économique expansionniste pourrait à la fois combattre le chômage et réduire l'inflation. Pour éviter de tomber dans le piège de la connotation conjoncturelle que véhicule le qualificatif « expansionniste », il vaudrait mieux parler d'une politique de la croissance. Une telle politique devrait être articulée autour des propositions suivantes :

a. Déterminer une norme de croissance du revenu réel sur la longue ou la moyenne période. La rationalité de cette proposition est double :

d'une part, l'anticipation d'un desserrement des contraintes de quantité qu'elle induirait serait de nature à réduire le conflit pour le partage du revenu national, dont on ne peut nier qu'il soit l'une des causes majeures de l'inflation actuelle<sup>(6)</sup> ; d'autre part, s'il est vrai que dans plusieurs branches industrielles les rendements sont croissants, la tension sur les prix devrait être atténuée davantage encore.

b. Utiliser *tous* les instruments de la politique économique pour atteindre l'objectif de croissance précédemment énoncé, et notamment la politique budgétaire. Une politique de l'investissement public devrait jouer un rôle moteur en début de programme. Outre son effet d'expansion, elle devrait être orientée vers les types d'investissement public dont les externalités sont maximales pour le secteur privé. C'est-à-dire qu'elle devrait avoir pour effet de réduire le coût direct de fonctionnement du secteur privé. Afin d'accentuer l'incitation à la croissance, une action au niveau des coûts du travail et du capital devrait accompagner cette relance de l'investissement public. Une possible modalité serait de budgétiser — c'est-à-dire de faire supporter par le budget de l'Etat et non pas directement par celui des agents économiques privés — une partie des charges sociales payées sur les salaires (la réduction des parts respectives payées par les entreprises et les salariés devrait être proportionnelle). Pour réduire le coût du capital, une diminution significative du taux d'intérêt devrait être envisagée. L'ensemble de ces mesures aurait un double effet sur l'investissement : elles rendraient plus favorables les anticipations de demande future et réduiraient les coûts directs du processus de production. Les accroissements de productivité générés par l'expansion (rendements croissants) atténueraient la pression inflationniste. A contrario, et pour les mêmes raisons, une politique monétaire restrictive aboutirait à une aggravation simultanée de l'inflation et du chômage.

On pourrait objecter qu'un tel plan conduirait à une augmentation du déficit budgétaire et donc de l'inflation. Mais ce résultat n'est pas arithmétique. Une diminution du chômage et une croissance plus élevée devraient procurer à la fois des recettes fiscales et parafiscales, et diminuer certaines dépenses de transfert. Autrement dit, une diminution de la dépense publique ne conduit pas nécessairement à une diminution du déficit budgétaire si elle s'accompagne d'une baisse de l'activité.

Une politique des revenus devrait accompagner un tel programme, pour contribuer à réduire les anticipations inflationnistes et pour déterminer une évolution souhaitable du salaire réel. Sur ce point l'exemple allemand contient quelque enseignement. Certains monétaristes font appel aux performances de ce pays pour confirmer leur thèse. L'Allemagne n'a-t-elle pas été l'un des premiers pays à annoncer une politique de norme monétaire, et ses performances pendant les années 70 ne fournissent-elles pas la preuve de la supériorité d'une telle politique ? Cependant une autre lecture du relatif succès allemand pourrait être faite. La norme de croissance des agrégats monétaires est établie en Allemagne après une intense consultation avec les partenaires sociaux. Son intérêt vient de

---

(6) L'Angleterre ne constitue pas seulement un laboratoire pour les thèses monétaristes. Une étude effectuée par le « Cambridge Policy Group » a montré que les périodes où la croissance du salaire réel était inférieure à son « trend » étaient généralement des périodes d'accélération de l'inflation.

ce qu'elle est implicitement acceptée comme norme d'évolution des revenus nominaux. Cette procédure détermine en fait une politique des revenus, non contraignante, mais volontairement acceptée. Pour cette seule raison le conflit pour le partage du revenu national y est singulièrement atténué. Ce n'est donc pas tant la politique monétaire, mais la politique des revenus qui lui est associée qui explique la bonne performance en matière de prix de la République Fédérale Allemande.

c. Il est important qu'un tel programme soit crédible, c'est-à-dire que les agents économiques soient convaincus qu'il n'est pas de nature contingente et qu'il annonce une autre politique de la croissance. Cette caractéristique est même tout à fait essentielle pour l'investissement. Pour l'instant les perspectives de demande future des investisseurs sont généralement pessimistes. Un entrepreneur type ne peut avoir qu'intégré l'histoire récente : choc de nature « exogène » suivi d'une politique restrictive. Pourquoi, dans cette hypothèse, chercherait-il à accroître davantage sa capacité de production ?

Un obstacle majeur à la crédibilité de ce programme est la discordance des politiques suivies dans les autres pays. Tout se passe comme si les relations internationales s'étaient transformées en un jeu non-coopératif, dont l'objectif serait d'attirer ou de retenir une masse de capitaux spéculatifs qui trouvent dans le niveau élevé des taux d'intérêt une aubaine pour s'investir à court terme, plutôt que de subir les risques d'une activité productive. Une collaboration internationale au niveau européen serait seule susceptible d'établir les règles d'un jeu plus coopératif et aurait un impact salutaire en matière de taux d'intérêt. Il est important de noter que l'alternative à une telle coopération n'est pas le libre jeu du marché, mais au contraire le protectionnisme. Qu'à l'issue de la seconde guerre mondiale le monde ait su se doter d'institutions coopératives au niveau des relations internationales est sûrement l'un des facteurs explicatifs des performances économiques des pays occidentaux pendant les années cinquante et soixante.

La coopération internationale, notamment européenne, serait un élément majeur de la crédibilité du programme qui vient d'être résumé. Une telle politique est certes plus facile à énoncer qu'à mettre en œuvre. Mais il n'est pas inutile d'affirmer qu'il existe des alternatives au programme monétariste peut-être plus complexes, mais qui valent d'être explorées.

Deux ordres de considération permettront de conclure cette rapide esquisse des différentes positions concernant le rôle de la politique économique :

1. L'hypothèse des anticipations rationnelles, lorsqu'elle est conjuguée à l'hypothèse de l'équilibre spontané des marchés transforme les relations entre agents publics et privés en un jeu non coopératif, où les agents privés sont toujours en mesure d'annuler les effets de la politique économique. Le lecteur aura peut-être remarqué que la partie substantielle de cette proposition est quelque peu limitée. Si par hypothèse, la politique économique n'a aucun rôle à jouer (équilibre spontané des marchés), il n'est pas étonnant qu'on aboutisse à la conclusion que la politique économique n'est pas efficace. En vérité la considération de la rationalité

des anticipations n'est pas en elle-même le Cheval de Troie de la politique économique. Bien au contraire, la position monétariste devient aujourd'hui particulièrement fragile, si l'on admet la possibilité du sous-emploi, car dans une telle situation, la prise en compte des anticipations est susceptible d'accroître l'efficacité de la politique économique. La raison en est celle qui est invoquée par les monétaristes, même si elle aboutit, ici, à un résultat contraire à leur projet : les relations de comportement des agents ne sont pas invariantes par rapport à l'action économique du pouvoir politique.

Or, peut-on nier l'existence du chômage involontaire ? Mais peut-être qu'à vrai dire l'objectif recherché par le programme monétariste n'est pas celui qui est explicité. Il y aurait alors quelque hypocrisie à revendiquer davantage de libéralisme — moins d'interventions gouvernementales — au nom de l'intérêt général ou de l'optimalité de l'équilibre de marché, si ce qui est réellement souhaité est une répartition plus inégalitaire du revenu national (comme l'a récemment reconnu un haut fonctionnaire américain).

2. Plusieurs raisons militent au contraire en faveur d'un programme actif de politique économique. La croissance économique devrait en être à la fois l'objectif et le moyen. L'expérience récente montre en effet qu'elle constitue une condition nécessaire à l'établissement de relations plus coopératives au niveau interne comme à celui des relations internationales, et que les transformations structurelles sont plus faciles à conduire en période d'expansion que de récession.

Depuis toujours, mais de façon cyclique, les économistes ont cru à l'avènement de l'état stationnaire. Mais il n'y a pas de fatalité de la stagnation. Ce n'est pas parce que les économistes savent mal intégrer dans leur représentation théorique la possibilité des rendements croissants, que les Gouvernements doivent leur emboîter le pas.