

Le rôle de la politique monétaire^(*)

Milton FRIEDMAN^(**)

The American Economic Review

Vol. LVIII, March 1968, n° 1

Il existe un large consensus sur les principaux objectifs de la politique économique : niveau d'emploi élevé, stabilité des prix et croissance rapide. L'accord est moins général en ce qui concerne la compatibilité mutuelle des différents objectifs et parmi ceux qui les considèrent comme incompatibles sur la façon dont ils peuvent et doivent être substitués les uns aux autres. En ce qui concerne le rôle que les différents instruments de politique peuvent et doivent jouer dans la poursuite des multiples objectifs, l'accord est encore plus faible.

Ce soir je m'intéresserai au rôle d'un de ces instruments – la politique monétaire. À quoi sert-elle ? Et comment doit-elle être menée pour agir le plus efficacement ? Les avis sur ces deux points ont beaucoup fluctué. Dans un premier courant d'enthousiasme dû à la toute récente création du Federal Reserve System, beaucoup d'observateurs attribuèrent la relative stabilité des années 20 à l'aptitude du Fed à opérer un réglage fin (« fine tuning » pour employer un terme moderne). La croyance se répandit qu'une nouvelle ère était née dans laquelle le cycle des affaires était maintenant un phénomène dépassé en raison des progrès de la technique monétaire. Cette opinion était partagée tant par l'économiste que par le profane, bien qu'il persiste bien sûr quelques voix dissonnantes. La Grande Crise détruisit cette attitude naïve. L'opinion bascula vers l'autre extrême. La politique monétaire était comme une corde. Vous pouviez tirer dessus pour stopper l'inflation, mais vous ne pouviez pas la pousser pour interrompre la récession. Vous pouvez mener un cheval à l'abreuvoir, mais vous ne pouvez l'obliger à boire. Une telle théorie basée sur des aphorismes fut bientôt remplacée par l'analyse rigoureuse et sophistiquée de Keynes.

Keynes offrit simultanément une explication de l'impuissance présumée de la politique monétaire à surmonter la dépression, une interprétation non monétaire de la dépression et une politique alternative pour

(*) Discours présidentiel prononcé lors de la 80^e réunion annuelle de l'American Economic Association, Washington, D.C., le 29 décembre 1967.

(**) Je remercie, pour leurs critiques constructives concernant des versions préliminaires, Armen Alchian, Gary Becker, Martin Bronfenbrenner, Arthur F. Burns, Phillip Cagan, David D. Friedman, Lawrence Harris, Harry G. Johnson, Homer Jones, Jerry Jordan, David Meiselman, Allan H. Meltzer, Theodore W. Schultz, Anna J. Schwartz, Herbert Stein, George J. Stigler et James Tobin.

affronter la dépression. Ses propositions furent volontiers acceptées. Si la préférence pour la liquidité est absolue ou presque – comme Keynes le pensait vraisemblablement en période de chômage élevé – la politique monétaire ne peut abaisser les taux d'intérêt. Si l'investissement et la consommation sont peu sensibles aux taux d'intérêt – Hansen et beaucoup d'autres disciples américains de Keynes en vinrent à le croire – de faibles taux d'intérêt, même s'ils pouvaient être obtenus, ne seraient pas d'une grande efficacité. La politique monétaire est doublement condamnée. La récession provoquée, selon ce point de vue, par un effondrement de l'investissement ou par une diminution des occasions d'investissement ou encore par une épargne forcenée, ne pouvait pas être stoppée par des mesures monétaires. L'alternative était disponible : la politique budgétaire. Les dépenses publiques pouvaient pallier un investissement privé défaillant. Des allègements fiscaux pouvaient anéantir l'épargne forcenée.

Une large acceptation de ces idées par le monde économique fit que pendant quelques deux décennies la politique monétaire fut considérée obsolète au nom du progrès des connaissances économiques par tous, sauf quelques esprits réactionnaires. La monnaie n'avait pas d'importance. Son seul rôle, mineur, était de maintenir les taux d'intérêt à un niveau suffisamment bas de façon à réduire les intérêts de la dette publique, à contribuer à « l'euthanasie du rentier », et peut-être à stimuler un peu l'investissement pour aider les dépenses publiques à maintenir un niveau élevé de demande globale.

Tout ceci conduisit à l'adoption généralisée de politiques d'argent bon marché au lendemain de la guerre. Et ce fut un rude choc quand ces politiques échouèrent dans les divers pays tour à tour et quand les banques centrales les unes après les autres abandonnèrent l'idée qu'il était en leur pouvoir de maintenir indéfiniment « le » taux d'intérêt à un faible niveau. Dans notre pays, le dénouement public intervint avec l'accord du Federal Reserve-Treasury de 1951 bien que la politique de stabilisation du prix des titres publics ne fut pas abandonnée formellement avant 1953. L'inflation stimulée par les politiques d'argent bon marché, et non la dépression d'après guerre largement annoncée, devint à l'ordre du jour. Le résultat fut une résurgence de la croyance en l'efficacité de la politique monétaire.

Cette résurgence fut favorisée chez les économistes par les développements théoriques initiés par Haberler mais attribués à Pigou qui mirent en évidence une voie – les changements dans la richesse – par laquelle les variations de la quantité réelle de monnaie peuvent modifier le niveau de la demande globale même si elles n'ont aucune influence sur les taux d'intérêt. Ces développements théoriques ne savaient pas l'argument de

Keynes contre l'efficacité des mesures de politique monétaire orthodoxe quand la préférence pour la liquidité est absolue; dans ce dernier cas les opérations monétaires habituelles impliquent seulement une substitution de la monnaie aux autres actifs sans changer la richesse totale. En revanche ces développements ont montré comment des variations de la quantité de monnaie produite de manière différente pouvaient affecter la dépense globale même en cas de préférence absolue pour la liquidité. Et, plus fondamentalement, ils ruinèrent la proposition-clé de Keynes affirmant que dans un monde où les prix sont flexibles, il peut ne pas exister d'équilibre de plein emploi. Désormais, les rigidités ou imperfections expliquaient à nouveau le chômage, ce dernier n'apparaissant plus comme le produit naturel d'un processus de marché fonctionnant normalement.

Le renouveau de la croyance en l'efficacité de la politique monétaire fut également favorisé par une nouvelle analyse du rôle de la monnaie entre 1929 et 1933. Keynes et la plupart des économistes de l'époque croyaient que la Grande Crise survint aux États Unis en dépit de politiques énergiquement expansionnistes de la part des autorités monétaires – ces dernières auraient fait de leur mieux, mais cela n'avait pas été suffisant⁽¹⁾. Des études récentes ont montré que les faits étaient exactement le contraire de ce point de vue : les autorités monétaires américaines ont suivi des politiques franchement déflationnistes. La quantité de monnaie aux États-Unis diminua d'un tiers durant la dépression. Et si elle diminua, ce fut non faute d'emprunteurs (c'est à dire parce que le cheval ne voulait pas boire) mais parce que le Federal Reserve System imposa ou permit une sévère réduction de la base monétaire, parce qu'il n'assuma pas les responsabilités qui lui étaient assignées dans le Federal Reserve Act de fournir des liquidités au système bancaire. La Grande Crise atteste tragiquement le pouvoir de la politique monétaire et non, comme Keynes et de si nombreux de ses contemporains le crurent, l'évidence de son impuissance.

Aux États Unis la résurgence de la croyance en la puissance de la politique monétaire fut également renforcée par le désenchantement croissant causé par la politique budgétaire, non pas tant en raison de sa capacité potentielle à influencer sur le niveau de la demande globale mais plutôt pour les modalités de sa mise en œuvre pratique et politique. Les dépenses finissaient par répondre mollement et avec de longs retards aux tentatives d'ajustement, aussi l'accent glissa vers la fiscalité. Mais alors les facteurs politiques se vengèrent et empêchèrent un ajustement rapide comme cela a été illustré de façon frappante dans les mois qui suivirent

(1) Dans [2], j'ai soutenu que Henri Simons partageait ce point de vue avec Keynes, et que ceci expliquait les changements de politique qu'il avait recommandés.

la première version de ce discours. Le « réglage fin » est une expression particulièrement évocatrice à l'âge de l'électronique, cela n'a pas grand chose à voir avec ce qui est possible en pratique – ce n'est pas, puis-je ajouter, un mal absolu.

Il est difficile de prendre la mesure du changement radical de l'opinion sur le rôle de la monnaie auquel on a assisté. Un économiste contemporain accepterait difficilement les points de vue qui étaient monnaie courante il y a deux décennies. Permettez moi de citer quelques exemples.

Dans un entretien publié en 1945, E.A. Goldenweiser, alors directeur du service de recherche du Federal Reserve Board, décrivait l'objectif premier de la politique monétaire comme étant « de soutenir la valeur des titres publics... Ce pays, écrivait-il, devra adopter un taux d'intérêt de 2,5% pour l'argent à long terme parce que le temps est venu où les rendements sur les capitaux pionniers ne peuvent plus être illimités comme ils l'étaient par le passé » ([4], p. 117).

Dans un ouvrage sur le *Financing American Prosperity*, réalisé sous la direction de Paul Homan et Fritz Machlup et publié en 1945, Alvin Hansen consacre neuf pages au « problème de l'épargne-investissement » sans éprouver le besoin d'utiliser les mots « taux d'intérêt » ou toute expression approchante ([5], pp. 218-27). Dans sa propre contribution à cet ouvrage, Fritz Machlup écrivait « Les questions concernant le taux d'intérêt, en particulier ses variations ou sa stabilité, ne sont peut-être pas parmi les plus vitales de l'économie d'après-guerre mais sont certainement parmi les plus embarrassantes » ([5], p. 446). John H. Williams quant à lui – non seulement professeur à Harvard mais aussi conseiller de longue date à la New York Federal Reserve Bank – écrivait, « Je n'envisage aucun retour à un contrôle monétaire général pour l'après-guerre » ([5], p. 383).

Un autre ouvrage, paru à la même époque, traitant de la politique d'après guerre, *Planning and Paying for Full Employment* est édité sous la direction de Abba P. Lerner et Frank D. Graham [6] et a réuni les contributions de personnes très diverses allant de Henry Simons et Frank Graham à Abba Lerner et Hans Neisser. Malgré tout Albert Halasi, dans un excellent résumé des contributions, pouvait dire, « Nos auteurs ne débattent pas de la question de l'offre de monnaie... Les auteurs ne mentionnent pas la politique de crédit pour combattre les dépressions... L'inflation pourrait être combattue plus efficacement par une hausse des taux d'intérêt... Mais d'autres mesures anti-inflationnistes... sont préférables » ([6], pp. 23-24). *A Survey of Contemporary Economics*, éditée sous la direction de Howard Ellis et publiée en 1948, était une tentative « officielle » de codification de la pensée économique de l'époque.

Dans sa contribution, Arthur Smithies écrivait, « Dans le domaine de l'action correctrice, je pense que l'essentiel doit être supporté par la politique budgétaire. Son principal concurrent, la politique monétaire semble être écartée sur des bases institutionnelles. Ce pays apparaît lié par de faibles taux d'intérêt dans une optique de long terme » ([1], p. 208).

Ces quelques citations donnent le ton de la pensée professionnelle d'il y a une vingtaine d'années. Si vous souhaitez aller plus loin dans cette humiliante recherche, je vous conseille de comparer les paragraphes traitant de la monnaie – quand ils existent – dans les manuels des toutes premières années de l'après-guerre avec les copieux paragraphes de la production actuelle même, ou de comparer plus particulièrement les premières et dernières éditions d'un même travail.

Le balancier a de nouveau basculé depuis, sans cependant atteindre sa position de la fin des années 20, mais au moins beaucoup plus proche de cette dernière que de celle de 1945. Il y a bien sûr de nombreuses différences entre cette époque et aujourd'hui, moins dans la puissance attribuée à la politique monétaire que dans les tâches qui lui sont dévolues et les critères supposés guider la politique monétaire. [Les tâches principales assignées à la politique monétaire étaient alors la stabilité des prix et le maintien du Gold Standard ; les principaux critères de la politique monétaire était l'état du « marché de la monnaie », l'importance de la « spéculation » et le mouvement de l'or. Aujourd'hui, la primauté est accordée au plein emploi, la lutte contre l'inflation restant un objectif mais se trouvant dorénavant placée au second plan. Il y a un désaccord majeur sur les critères de la politique, l'accent étant mis soit sur les conditions du marché de la monnaie, sur les taux d'intérêt et sur la quantité de monnaie, jusqu'à la considération que l'emploi lui-même devrait être le critère de la politique.]

J'insiste néanmoins sur la similitude des opinions qui prévalaient à la fin des années 20 et celles de maintenant parce que je crains qu'aujourd'hui comme hier le balancier ne soit allé trop loin et, qu'aujourd'hui comme hier nous risquions d'attribuer à la politique monétaire un rôle plus important que celui qu'elle peut assumer. Je crains que nous risquions ainsi d'exiger de la politique monétaire plus qu'elle ne peut accomplir et qu'en conséquence nous ne l'utilisions pas pour ce qu'elle est capable de faire.

J'ai peu l'habitude de nier l'importance de la monnaie, je vais cependant, dans un premier temps, insister sur ce que la politique monétaire ne peut pas faire. J'essaierai ensuite d'indiquer ce qu'elle peut faire et comment le faire le mieux possible, dans l'état actuel de notre connaissance – ou de notre ignorance.

I. CE QUE LA POLITIQUE MONÉTAIRE NE PEUT PAS FAIRE

Dans l'ensemble infini des non-réalisables j'ai choisi de débattre de deux limites particulières : (1) La politique monétaire ne peut pas stabiliser les taux d'intérêt, sauf pour des périodes de temps très limitées ; (2) La politique monétaire ne peut pas stabiliser le taux de chômage, sauf pour des périodes de temps très limitées. J'ai choisi ces deux restrictions parce que les points de vue contraires ont ou sont encore souvent partagés, parce qu'elles correspondent aux deux tâches, essentielles et inaccessibles, qui ont été selon toute vraisemblance assignées à la politique monétaire et parce que la même analyse théorique permet de les aborder.

Stabilisation des taux d'intérêt

L'Histoire a déjà convaincu nombre d'entre vous de l'existence de la première restriction. Comme cela a été remarqué précédemment, l'échec des politiques d'argent bon marché fut principalement à l'origine de la réaction contre le Keynésianisme naïf. Aux États Unis, cette réaction impliqua une reconnaissance générale de l'erreur qu'avait été la stabilisation du prix des titres durant la guerre et dans l'après-guerre et que l'abandon de cette politique était une étape souhaitable et inévitable et que ceci n'aurait pas les conséquences perturbatrices et désastreuses qui avaient été abondamment annoncées à l'époque.

La limitation de la politique monétaire découle d'une caractéristique très mal comprise de la relation entre monnaie et taux d'intérêt. Supposons que le Fed ait l'intention de maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau. Comment va-t-il s'y prendre ? En achetant des titres. Ceci fait monter leur prix et abaisse leur rendement. Dans le même temps ceci accroît les disponibilités des banques, donc le montant des crédits bancaires et finalement la quantité totale de monnaie. C'est pourquoi les banquiers en particulier, et plus largement la communauté financière, pensent qu'une augmentation de la quantité de monnaie tend à faire baisser les taux d'intérêt. Les économistes académiques acceptent la même conclusion, mais pour des raisons différentes. De leur point de vue, il existe une relation inverse avec la préférence pour la liquidité. Comment les individus peuvent-ils être amenés à détenir une plus grande quantité de monnaie ? Seulement en abaissant les taux d'intérêt.

Les deux ont raison, jusqu'à un certain point. L'effet initial d'un accroissement de la quantité de monnaie à un rythme plus élevé qu'elle n'a crû jusqu'alors est d'abaisser les taux d'intérêt. Mais ceci est seulement le début du processus, pas la fin. Le taux de croissance plus

rapide de la masse monétaire stimulera les dépenses, à la fois à travers l'impact de taux d'intérêt abaissés sur l'investissement et à travers celui d'encaisses monétaires plus élevées sur les autres dépenses et les prix relatifs. Mais les dépenses des uns sont les revenus des autres. Un revenu croissant augmentera la préférence pour la liquidité et la demande de prêts; ceci peut faire croître les prix ce qui diminuera la quantité réelle de monnaie. Ces trois effets vont très rapidement inverser la tendance à la baisse des taux, disons en moins d'un an. En un an ou deux, ils tendront à ramener les taux d'intérêt au niveau qu'ils auraient eu sans intervention. En réalité, étant donnée la tendance de l'économie à sur-réagir les taux dépasseront probablement temporairement ce niveau, amorçant un processus d'ajustement cyclique.

Un quatrième effet, quand et s'il entre en vigueur, ira même plus loin et signifie catégoriquement qu'à une hausse du taux de croissance de la masse monétaire correspondra des taux d'intérêt plus hauts et non plus bas que ceux qui auraient prévalu. Supposons qu'un taux de croissance plus élevé de la masse monétaire induise une augmentation des prix et supposons que le public s'attende à ce que les prix continuent à croître. Les emprunteurs voudront payer et les prêteurs exigeront des taux d'intérêt plus élevés – comme Irving Fisher le mit en évidence il y a quelques décennies. Cet effet d'anticipation est lent à se développer, et lent à disparaître. Fisher estime que cela prend plusieurs décennies pour un ajustement complet et des travaux plus récents confortent cette estimation.

Ces effets successifs expliquent pourquoi toute tentative pour maintenir les taux d'intérêt à un faible niveau a obligé les autorités monétaires à mener des opérations d'open market de plus en plus vastes. Ils expliquent pourquoi, historiquement, des taux d'intérêt élevés et croissants ont été associés à une croissance rapide de la quantité de monnaie, comme au Brésil, au Chili ou aux États Unis ces dernières années, et pourquoi des taux d'intérêt bas et décroissants ont été associés à une croissance lente de la quantité de monnaie comme en Suisse à l'heure actuelle ou aux États Unis de 1929 à 1933. Empiriquement, des taux d'intérêt bas sont le signe que la politique monétaire a été restrictive – dans le sens où la quantité de monnaie a crû lentement; des taux d'intérêt élevés sont le signe que la politique monétaire a été expansionniste – dans le sens où elle a crû rapidement. Les faits les plus abrupts conduisent dans la direction diamétralement opposée à celle que la communauté financière et les économistes tenaient pour acquise.

Paradoxalement, les autorités monétaires pourraient garantir des taux d'intérêt nominaux de bas niveau – mais pour ce faire elles devraient partir dans ce qui paraît être la direction opposée, en lançant une poli-

tique déflationniste. De la même façon, elle pourrait garantir des taux d'intérêt nominaux élevés en lançant une politique inflationniste et en acceptant momentanément un mouvement des taux d'intérêt dans la direction opposée à celle souhaitée.

Ces considérations expliquent non seulement pourquoi la politique monétaire ne peut stabiliser les taux d'intérêt mais aussi pourquoi ces derniers sont un indicateur trompeur sur la nature, restrictive ou expansionniste, de la politique monétaire. Pour ces raisons il est bien meilleur de considérer le taux de variation de la quantité de monnaie⁽²⁾.

L'emploi comme critère de la politique

La seconde limite que je veux traiter maintenant heurte encore davantage la pensée dominante. Il est en général admis que la croissance de la masse monétaire tend à stimuler l'emploi tandis que sa contraction a l'effet inverse. Pourquoi, alors, les autorités monétaires n'adopteraient-elles pas un objectif d'emploi ou de chômage – disons un taux de chômage de 3% ? La politique monétaire serait restrictive quand le chômage est en deçà de l'objectif, expansionniste quand le chômage dépasse l'objectif; de cette manière, le taux de chômage serait stabilisé à 3%. La raison pour laquelle cela n'est pas possible est exactement la même que pour les taux d'intérêt – la différence entre les effets immédiats et retardés d'une telle politique.

Grâce à Wicksell, le concept de taux « naturel » d'intérêt est maintenant familier à tous, de même que la possibilité d'un écart entre le taux « naturel » et le taux du marché. L'analyse précédente des taux d'intérêt peut être directement transposée en termes Wickselliens. Les autorités monétaires peuvent faire passer le taux du marché au dessous du taux naturel par la seule inflation. Elles ne peuvent faire monter le taux du marché au delà du taux naturel que par la déflation. Nous n'avons ajouté qu'un élément à Wicksell – la distinction d'Irving Fisher entre le taux nominal et le taux d'intérêt réel. Supposons que, via l'inflation, les autorités monétaires maintiennent, pour un certain temps, le taux nominal au dessous de la valeur naturelle. Ceci entraînera une hausse du taux naturel nominal, les anticipations d'inflation se répandant et exigeant une inflation plus forte pour maintenir le taux du marché. De la même façon, en raison de l'effet Fisher, le maintien du taux du marché

(2) Ceci est partiellement un jugement empirique et non théorique. En principe, le caractère restrictif ou expansionniste dépend du taux de variation de la quantité de monnaie offerte comparé au taux de variation de la quantité demandée hors effet de la politique monétaire elle-même sur la demande. Empiriquement, on constate cependant une grande stabilité de la demande si on exclue les effets de la politique monétaire, aussi, la plupart du temps il est seulement nécessaire de considérer l'offre.

au dessus de sa valeur naturelle exigera non seulement une déflation, mais encore de plus en plus importante.

Cette analyse a son exact équivalent pour le marché du travail. À tout instant, un certain niveau de chômage a la propriété d'être compatible avec l'équilibre étant donnée la structure des taux de salaire *réel*. Pour ce niveau de chômage, les taux de salaire réel ont tendance à croître à un taux normal, i.e., à un taux qui peut être maintenu indéfiniment tant que la formation du capital, l'amélioration des techniques, etc., gardent leur tendance de long terme. Un niveau de chômage plus faible indique qu'il existe un excès de demande de travail qui exercera une pression à la hausse sur les taux de salaire réel. Un niveau de chômage plus élevé indique au contraire qu'il existe un excès d'offre de travail qui exercera une pression à la baisse sur les taux de salaire réel. En d'autres termes, le « taux naturel de chômage » est le niveau qui serait produit par un système walrasien d'équilibre général pourvu que celui-ci incorpore les caractéristiques structurelles du marché des biens et du marché du travail, y compris les imperfections, les changements aléatoires de la demande et de l'offre, le coût de la recherche d'information sur les emplois vacants et les disponibilités en main d'œuvre, les coûts de mobilité, etc.⁽³⁾.

Vous admettez la grande ressemblance entre cet exposé et la célèbre courbe de Phillips. Cette ressemblance n'est pas fortuite. L'analyse de la relation entre le chômage et la variation du salaire par Phillips est, à juste titre, bien connue ; c'est une contribution importante et originale. Mais, malheureusement elle souffre d'un défaut fondamental – la non-distinction entre salaires nominaux et salaires réels – tout comme l'analyse de Wicksell omettait de distinguer les taux d'intérêt nominaux et les taux d'intérêt réels. Implicitement Phillips a écrit son article pour un monde dans lequel chacun anticipe que les prix nominaux seront stables et dans lequel cette anticipation demeure ferme et immuable quoiqu'il arrive aux prix et aux salaires. Supposons au contraire que tout le monde anticipe que les prix vont croître à un taux annuel supérieur à 75% – comme par exemple cela se produisit au Brésil il y a quelques années. Alors les salaires doivent croître à ce même taux pour simplement maintenir les salaires réels. Une offre de travail excédentaire se traduira par une croissance moins rapide des salaires nominaux que celle des prix anticipés⁽⁴⁾, et non pas par une baisse absolue

(3) Il est peut-être utile de noter que ce taux « naturel » ne correspond pas nécessairement à l'égalité entre le nombre de chômeurs et le nombre d'emplois vacants. Pour une structure donnée du marché du travail, il y aura des relations d'équilibre entre ces deux grandeurs, mais il n'y a aucune raison pour que cette relation soit une égalité.

(4) À strictement parler, la croissance des salaires nominaux sera moins rapide que la croissance anticipée des salaires nominaux de façon à tenir compte du comportement à long terme des salaires réels.

des salaires. Quand le Brésil s'embarqua dans une politique de baisse du taux d'inflation, et réussit à le faire tomber à 45%, il y eut tout d'abord une forte poussée du chômage parce qu'en raison des premières anticipations les salaires continuèrent à croître à un rythme plus élevé que le nouveau taux de croissance des prix. Ceci a été observé et il faut s'attendre à de tels résultats lors de toute tentative de réduction du taux d'inflation en dessous de celui qui est prévu⁽⁵⁾.

Afin d'éviter tout malentendu, laissez moi attirer votre attention sur le fait qu'en utilisant le terme taux « naturel » de chômage, je ne veux pas dire qu'il est immuable et invariable. Au contraire, beaucoup des caractéristiques du marché qui déterminent son niveau sont artificielles et le résultat d'une politique. Aux États Unis par exemple, la législation sur les taux de salaire minimaux, les lois Walsh-Healy et Davis-Bacon, et la puissance des syndicats font que le taux de chômage naturel est plus élevé qu'il ne serait autrement. Les améliorations dans les échanges d'emploi, dans la disponibilité des informations sur les vacances d'emploi et sur l'offre de travail, et ainsi de suite, tendraient à abaisser le taux de chômage naturel. J'utilise le terme « naturel » pour la même raison que Wicksell le fit – pour essayer de séparer les forces réelles des forces monétaires.

Supposons que les autorités monétaires tentent de stabiliser le taux de chômage du « marché » à un niveau inférieur au taux « naturel ». Pour être plus précis, supposons que 3% soient pris comme objectif et que le taux naturel est supérieur à 3%. Nous partirons d'un point initial où les prix sont stables et le taux de chômage supérieur à 3%. En conséquence, les autorités augmentent le taux de croissance de la masse monétaire. Ceci sera expansionniste. En mettant les encaisses monétaires à un niveau supérieur à celui désiré par les agents, ceci aura dans un premier temps tendance à faire baisser les taux d'intérêt et ainsi stimulera les dépenses. Revenu et dépenses vont commencer à augmenter.

Pour commencer, la plus grande partie de l'augmentation de revenu se traduira en accroissement de production et d'emploi plus qu'en hausse

(5) Posée en termes de taux de variation des salaires nominaux, on peut s'attendre à ce que la courbe de Phillips soit stable et bien définie pour toute période dans laquelle le taux *moyen* de variation des prix et donc le taux anticipé, a été relativement stable. Pour de telles périodes, les salaires nominaux et les salaires réels évoluent de la même façon. Cette condition étant satisfaite, les courbes établies pour différentes périodes ou différents pays différeront en niveau, le niveau dépendant du taux de variation moyen des prix. Plus le taux de variation moyen des prix sera élevé plus le niveau de la courbe sera élevé. Pour des périodes ou des pays où le taux de variation des prix évolue très rapidement, la courbe de Phillips ne sera pas bien définie. Mon impression est que ces énoncés s'accordent assez bien avec l'expérience des économistes qui ont étudié des courbes de Phillips empiriques. Reformuler l'analyse de Phillips en termes de taux de variation des salaires réels – et même plus précisément de salaires réels anticipés – et tout rentre dans l'ordre. C'est pourquoi ceux qui ont étudié empiriquement les Courbes de Phillips ont trouvé plus facile d'inclure le taux de changement du niveau du prix en tant que variable indépendante.

des prix. Les individus ont anticipé des prix stables, et les prix et les salaires sont établis pour quelque temps sur cette base. Cela prendra du temps aux agents pour s'adapter au nouvel état de la demande. Les producteurs vont avoir tendance à réagir à la croissance initiale de la demande globale en augmentant la production, les salariés en travaillant plus longtemps et les chômeurs en prenant des emplois proposés au niveau antérieur de salaires nominaux. Ceci est une analyse plutôt standard.

Mais ceci ne décrit que les premiers effets. Les prix de vente des produits réagissant généralement plus rapidement que les prix des facteurs de production à une augmentation de la demande nominale non anticipée, les salaires réels perçus ont baissé – bien que les salaires réels anticipés aient été en hausse car évalués par les salariés au niveau de prix antérieur. En vérité, c'est la chute *ex post* des salaires réels pour les employeurs conjuguée avec la hausse *ex ante* des salaires réels pour les salariés qui rend possible une croissance de l'emploi. Mais la baisse *ex post* des salaires réels ne tardera pas à affecter les anticipations. Les salariés commenceront à prendre en compte l'augmentation des prix des biens qu'ils achètent et demanderont des salaires nominaux plus élevés pour l'avenir. Le chômage du « marché » est inférieur au niveau « naturel ». Il y a un excès de demande de travail de telle sorte que les salaires réels vont avoir tendance à augmenter et à rejoindre leur niveau initial.

Même si le taux de croissance plus élevé de la masse monétaire est maintenu, la hausse des salaires réels inversera la tendance à la baisse observée pour le chômage, celui-ci ayant tendance à retrouver son niveau initial. De façon à maintenir le chômage à son niveau objectif de 3%, les autorités monétaires devraient à nouveau accélérer la croissance de la masse monétaire. Comme dans le cas du taux d'intérêt, le taux du « marché » ne peut être maintenu en dessous du taux « naturel » que par l'inflation. Et, comme dans le cas du taux d'intérêt, également seulement par une inflation accélérée. Inversement, si nous supposons que les autorités monétaires ont choisi un objectif de taux de chômage supérieur au taux naturel, elles seront amenées à pratiquer la déflation, et une déflation de plus en plus rapide.

Qu'en est-il si les autorités monétaires choisissent le taux « naturel », que ce soit pour l'intérêt ou le chômage - comme objectif ? Un des problèmes est qu'elles ne peuvent pas connaître la valeur du taux « naturel ». Malheureusement, jusqu'alors nous n'avons imaginé aucune méthode pour estimer précisément et rapidement le niveau naturel pour le taux d'intérêt ou pour le taux de chômage. Et le taux « naturel » se modifiera lui-même de période en période. Mais le problème fonda-

mental reste que, même si les autorités monétaires connaissaient le taux « naturel » et tentaient de stabiliser le taux du marché à ce niveau, cela conduirait à une indétermination de la politique à adopter. Le taux du « marché » variera et s'écartera du taux naturel pour toutes sortes de raisons autres que la politique monétaire. Si les autorités monétaires réagissent à ces variations, elles déclencheront des effets de long terme qui rendront finalement n'importe quel taux de croissance de la masse monétaire compatible avec la règle. L'évolution de la masse monétaire sera analogue à une marche au hasard, ballotée de-ci et de-là par les forces qui produisent les écarts temporaires du taux de marché au taux naturel.

Pour le dire différemment, il existe toujours un arbitrage temporaire entre l'inflation et le chômage, il n'est pas permanent. L'arbitrage temporaire ne provient pas de l'inflation en soi, mais de l'inflation non anticipée, ce qui signifie généralement un taux d'inflation croissant. La croyance répandue qu'il existe un arbitrage permanent est la version sophistiquée de la confusion entre « élevé » et « croissant » que nous identifions tous dans des présentations plus simples. Un taux d'inflation croissant peut réduire le chômage, un taux élevé ne le peut pas.

Mais, direz-vous, quelle est donc la durée du « temporaire » ? Pour les taux d'intérêt, nous disposons de quelques éléments qui permettent d'estimer la période de temps durant laquelle les différents effets se développent. Pour le chômage nous n'avons rien. Je peux seulement risquer une appréciation personnelle, fondée sur l'examen de faits historiques. Les effets initiaux d'un taux d'inflation plus élevé et non anticipé durent entre deux et cinq ans; ensuite ces effets initiaux commencent à s'inverser; un ajustement complet au nouveau taux d'inflation, tant pour l'emploi que pour les taux d'intérêt, nécessite, disons, deux décennies. J'émettrai une réserve tant pour les taux d'intérêt que pour l'emploi. Ces estimations ne valent que pour des variations du taux d'inflation de l'ordre de celles qui ont été observées aux États Unis. Pour des variations plus importantes, telles qu'on a pu les observer dans les pays d'Amérique du Sud, le processus d'ajustement est considérablement accéléré.

Pour énoncer différemment la conclusion générale, les autorités monétaires contrôlent des quantités nominales – directement, la quantité qui relève de leur propre responsabilité. En principe, elles peuvent utiliser leur capacité de contrôle pour stabiliser une quantité nominale – un taux de change, le niveau de prix, le revenu national nominal, la quantité de monnaie selon l'une ou l'autre définition – ou stabiliser le taux de variation d'une quantité nominale – le taux d'inflation ou de déflation, le taux de croissance ou de diminution du revenu national nominal, le taux de

croissance de la quantité de monnaie. Elles ne peuvent utiliser leur capacité de contrôle sur les quantités nominales pour stabiliser une quantité réelle – le taux d'intérêt réel, le taux de chômage, le revenu national réel, la quantité réelle de monnaie, le taux de croissance du revenu national réel, ou le taux de croissance de la quantité réelle de monnaie.

II. CE QUE PEUT FAIRE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La politique monétaire ne peut pas stabiliser des grandeurs réelles à des niveaux prédéfinies. Mais la politique monétaire peut avoir et a des effets importants sur les grandeurs réelles. L'un n'est en aucune manière incompatible avec l'autre.

Mes propres études de l'histoire monétaire m'ont rendu extrêmement sensible au commentaire de John Stuart Mill si souvent cité, très critiqué et largement incompris. « Il n'existe pas intrinsèquement ... écrivait-il, de chose plus insignifiante dans l'économie que la monnaie; mis à part sa caractéristique d'appareil à économiser le temps et le travail. C'est une machine pour faire rapidement et commodément, ce qui serait fait, mais beaucoup moins rapidement et commodément sans elle : et comme bien d'autres mécanismes, elle n'exerce par elle-même un effet distinct et indépendant que lorsqu'elle se détraque » ([7], p. 488).

C'est vrai, la monnaie n'est qu'une machine, mais une machine extraordinairement efficace. Sans elle, nous ne serions même pas sur la voie permettant d'atteindre la croissance stupéfiante du produit et le niveau de vie que nous avons connu dans les deux siècles passés – pas plus que nous n'aurions fait sans ces autres merveilleuses machines qui parsèment notre pays et qui nous permettent la plupart du temps de faire beaucoup plus efficacement ce que nous pourrions faire sans elles mais au prix d'un plus grand travail.

Mais la monnaie possède une caractéristique qu'elle ne partage pas avec les autres machines. En raison de sa nature si pénétrante, quand elle se détraque, c'est une clé à molettes qu'elle envoie dans tous les autres mécanismes. La Grande Crise en est l'exemple le plus tragique mais non le seul. Toutes les autres récessions importantes dans ce pays ont été provoquées soit par un désordre monétaire soit largement exacerbées par un désordre monétaire. Chaque période majeure d'inflation a été produite par une expansion monétaire – la plupart du temps pour parer aux nécessités prioritaires de la guerre qui ont imposé la création de monnaie pour compléter la fiscalité explicite.

La première et la plus importante des leçons que l'histoire enseigne sur ce que la politique monétaire peut faire – et c'est une leçon de la

plus grande importance – est que [la politique monétaire peut empêcher la monnaie de devenir une source majeure de désordres économiques.] Ceci raisonne comme une proposition négative : éviter les erreurs capitales. C'est le cas en partie. La Grande Crise ne se serait peut-être pas produite, et dans le cas contraire aurait été beaucoup moins grave si les autorités monétaires avaient évité les erreurs, ou si l'organisation monétaire avait été celle qui prévalait auparavant quand il n'y avait pas d'autorité centrale pour faire le type d'erreurs que fit le Federal Reserve System. Pour revenir plus près de nous, les quelques années écoulées auraient été plus calmes et plus productives de bien-être économique si le Federal Reserve avait évité les changements de direction violents et irréguliers, tout d'abord en faisant croître l'offre de monnaie à un rythme rapide et mal adapté, puis, début 1966, en appuyant beaucoup trop fort sur le frein, puis fin 1966, faisant volte-face pour reprendre l'expansion jusqu'en novembre 1967 au moins, à un rythme beaucoup plus rapide qu'il ne peut être maintenu longtemps sans une inflation notable.

Même si la proposition que la politique monétaire peut empêcher la monnaie d'être une source majeure de perturbation économique était une proposition globalement négative, elle n'en serait pas moins importante. Mais elle n'est pas une proposition entièrement négative. Il est arrivé que la machine monétaire se détraque même quand il n'y avait pas d'autorité centrale dotée du type de pouvoir que possède maintenant le Fed. Aux États Unis, l'épisode de 1907, et auparavant les paniques bancaires sont des exemples de la façon dont la machine monétaire peut se détraquer par elle-même. Il reste cependant une tâche positive et importante pour les autorités monétaires – proposer des améliorations de la machine pour réduire ses chances de se détraquer, et utiliser leur propre pouvoir pour maintenir la machine en bon état de marche.

Une deuxième chose que peut faire la politique monétaire est de procurer un environnement stable à l'économie – garder la machine bien huilée pour poursuivre avec l'image de Mill. Accomplir la première tâche contribuera à la réalisation de cet objectif, mais permettra plus encore. Notre système économique fonctionnera mieux si les producteurs et les consommateurs, employeurs et salariés, peuvent agir en étant sûrs que le niveau moyen des prix ne se comportera pas de façon inattendue – et, de préférence, sera très stable. Sous toute condition institutionnelle envisageable, et en tous cas sous celles qui prévalent actuellement aux États Unis, la flexibilité des prix et des salaires est limitée. Il est nécessaire de conserver cette flexibilité pour obtenir les changements de prix relatifs nécessaires à la suite de modifications dans les goûts et la technique. Nous ne gaspillerions pas cette flexibilité pour des modifications du niveau absolu des prix qui n'auraient aucune fonction économique.

Auparavant, on comptait sur l'étalon-or pour garantir la confiance dans la stabilité monétaire. À son apogée, il remplissait assez bien cette fonction. Cela n'est plus le cas depuis que peu de pays dans le monde sont prêts à accepter le règne de l'étalon-or sans contrôle – et qu'il y a de bonnes raisons pour que les pays se comportent ainsi. L'autorité monétaire pouvait opérer comme substitut à l'étalon-or, si elle stabilisait les taux de change et par les seules modifications de la quantité de monnaie en réponse aux flux de la balance des paiements sans « stériliser » les excédents ou les déficits et sans avoir recours ouvertement ou de façon indirecte au contrôle des changes ou à des modifications de tarifs et de quotas. Mais à nouveau, bien que de nombreuses banques centrales adoptent ces positions, peu souhaitent véritablement s'y tenir – et à nouveau il y a de bonnes raisons pour qu'elles ne s'y tiennent pas. Une telle politique soumettrait chaque pays aux caprices non pas d'un étalon-or impersonnel et automatique mais des politiques – délibérées ou accidentelles – d'autres autorités monétaires.

Dans notre monde d'aujourd'hui, si la politique monétaire est là pour assurer un environnement stable à l'économie, elle doit s'y employer délibérément et mettre son pouvoir au service de cet objectif. Je reviendrai un peu plus loin sur la manière d'y arriver.

En définitive, la politique monétaire peut aider à éliminer des désordres importants du système économique ayant d'autres sources. S'il se produit une période prolongée d'euphorie – ainsi qu'était décrite l'expansion de l'après-guerre par les tenants de la stagnation séculaire – la politique monétaire peut en principe contribuer à son échec en imposant un taux de croissance de la masse monétaire plus faible qu'il n'aurait été souhaitable. Si comme actuellement, en raison d'un budget fédéral explosif, des déficits sans précédent nous menacent, la politique monétaire peut mettre en échec tout risque inflationniste par un taux de croissance de la masse monétaire plus faible qu'il n'aurait été souhaitable. Ceci signifiera des taux d'intérêt temporairement plus élevés que ceux qui auraient prévalu autrement – pour permettre au gouvernement d'emprunter les sommes nécessaires au financement du déficit – mais en prévenant l'accélération de l'inflation, cela peut aussi signifier à plus long terme des prix et des taux d'intérêt nominaux plus bas. Si la fin de l'état de guerre offre au pays l'occasion de réaffecter les ressources d'une production de temps de guerre vers une production de temps de paix, la politique monétaire peut faciliter la transition par un taux de croissance de la masse monétaire plus élevé qu'il n'aurait été souhaitable – bien que l'expérience n'incite pas à penser que l'on puisse le faire sans aller trop loin.

J'ai placé ce point en dernier et je l'ai traité en termes choisis – me

référant à des perturbations majeures – parce que je crois que la capacité de la politique monétaire à annuler d'autres sources d'instabilité est beaucoup plus limitée que cela n'est admis usuellement. Nous n'en savons tout simplement pas assez pour être capables d'identifier des désordres mineurs, pour être capables de prédire soit quels types d'effets ils auront, soit quelle politique monétaire serait nécessaire pour compenser leurs effets. Nous n'en savons pas assez pour être capables d'atteindre un objectif donné par des variations subtiles, ou même grossières, du dosage des politiques monétaire et budgétaire. Dans ce domaine tout particulièrement, le mieux est probablement l'ennemi du bien. L'expérience suggère que le chemin sage passe par une utilisation de la politique monétaire pour corriger des désordres représentant un « danger clair et présent ».

III. COMMENT DOIT-ON MENER LA POLITIQUE MONÉTAIRE ?

De quelle manière doit être menée la politique monétaire de façon à ce qu'elle contribue à nos objectifs, quand elle le peut ? Ce n'est de toute évidence pas le moment de présenter un « Program for Monetary Stability » – pour reprendre le titre de l'ouvrage dans lequel j'essayais de le faire [3]. Je m'en tiendrai à deux exigences majeures concernant la politique monétaire et découlant directement de la discussion précédente.

La première exigence est que la politique monétaire devrait se guider elle-même à l'aide de grandeurs qu'elle peut piloter et non à l'aide de celles qu'elle ne peut pas. Si, comme les autorités l'ont souvent fait, elles prennent les taux d'intérêt ou le pourcentage de chômeurs comme premier critère de politique, le cas est alors comparable à celui de l'engin spatial qui a pris ses repères à partir de la mauvaise étoile. Peu importe la sensibilité et la sophistication de son équipement de navigation, l'engin spatial s'égarera. De même pour la politique monétaire. Parmi les différentes variables qu'elle peut contrôler, les indicateurs les plus intéressants sont les taux de change, le niveau des prix, via un quelconque indice, et la quantité totale de monnaie – billets plus dépôts à vue ajustés ou cet agrégat accru des dépôts à terme dans les banques, ou un agrégat encore plus large.

Pour les États Unis en particulier, les taux de change sont des indicateurs indésirables. Cela pourrait valoir la peine d'exiger que l'essentiel de l'économie soit assujéti au petit pourcentage relatif au commerce extérieur si cela garantissait l'absence d'irresponsabilité monétaire – comme cela serait le cas avec un étalon-or réel. Mais cela n'en vaut pas la peine s'il s'agit simplement de s'aligner sur la moyenne de l'ensemble

des politiques monétaires adoptées dans le reste du monde. Il est de très loin préférable de laisser le marché, par l'intermédiaire de taux de change flottants, permettre l'ajustement aux conditions de l'économie mondiale des 5% environ de nos ressources consacrées au commerce international tandis que l'on réservera la politique monétaire pour favoriser un usage efficace des 95% restant.

Des trois guides cités, le niveau du prix est clairement le plus important, indépendamment de tout autre. Si les choses n'avaient pas changé, ce serait la meilleure possibilité – comme beaucoup d'économistes distingués l'ont fait remarquer dans le passé. Mais les choses ont changé. Le lien entre l'action des autorités monétaires et le niveau des prix, bien qu'indiscutablement présent, est moins direct que le lien entre l'action des autorités monétaires et un quelconque agrégat monétaire. De plus, l'action monétaire nécessite plus de temps pour influencer sur le niveau des prix que pour affecter les agrégats monétaires et ce délai aussi bien que l'ampleur de l'effet varient selon les circonstances. Il en résulte que nous ne pouvons pas prédire exactement quel effet une politique monétaire donnée aura sur le niveau des prix ni, inconvénient tout aussi important, quand cet effet se produira. En essayant de contrôler directement le niveau des prix il est donc probable que l'action de la politique monétaire est elle-même une source de perturbation économique en raison de faux arrêts et démarrages. Notre compréhension des phénomènes monétaires progressant, la situation changera peut-être. Mais en l'état actuel de notre compréhension, la voie détournée semble la voie la plus sûre vers notre objectif. En conséquence, je pense que l'agrégat monétaire est actuellement le meilleur guide ou critère de politique monétaire – et je crois qu'il importe beaucoup moins de savoir quel agrégat choisir que d'en choisir un.

La deuxième exigence de la politique monétaire est que les autorités monétaires doivent éviter les changements brusques de politique. Dans le passé, il est arrivé que les autorités monétaires s'engagent dans la mauvaise direction – comme durant l'épisode de la Grande Crise que j'ai déjà mentionné. Plus fréquemment, elles ont pris la bonne direction, quoique souvent trop tard, mais se sont égarées en allant trop loin. Trop et trop tard est la pratique générale. Par exemple, au début de l'année 1966, le Federal Reserve est bien allé dans une direction moins expansionniste – ce qu'il eût dû faire au moins un an plus tôt. Mais quand il se décida, il alla trop loin, provoquant un changement brusque du taux de croissance de la masse monétaire dans cette période postérieure à la guerre. À nouveau, étant allé trop loin, la politique correcte pour le Fed était alors d'inverser le mouvement fin 1966. Mais encore une fois, il alla trop loin, le taux de croissance initialement excessif fut non seulement

rétabli mais dépassé. Et cet épisode n'est pas une exception. À maintes reprises cela s'est produit – en 1919 et 1920, en 1937 et 1938, en 1953 et 1954, en 1959 et 1960.

La cause de cette propension à sur-réagir semble claire : la non prise en compte par les autorités monétaires du délai séparant leurs actes de leurs effets sur l'économie. Elles tendent à décider de leur action à partir des conditions prévalant aujourd'hui, mais leur action influera sur l'économie seulement six ou neuf ou douze ou quinze mois plus tard. Ainsi elles sont poussées à appuyer trop fort sur le frein, ou sur l'accélérateur selon le cas.

Ma prescription personnelle est que les autorités monétaires doivent suivre leur chemin en évitant de tels à-coups et ceci en adoptant publiquement un objectif de taux de croissance régulier d'un agrégat monétaire déterminé. La valeur précise de ce taux de croissance, comme pour l'agrégat monétaire, est moins importante que l'adoption d'un taux fixé et connu. J'ai moi-même plaidé pour un taux qui permettrait en moyenne d'atteindre une stabilité approximative du niveau des prix des produits finis, taux que j'ai estimé à quelque chose entre 3% et 5% par an pour les pièces et billets plus les dépôts en banque ou légèrement moins s'il s'agit de l'ensemble pièces, billets et dépôts à vue seulement⁽⁶⁾. Il vaudrait mieux avoir un taux fixé qui en moyenne provoquerait une inflation modérée ou une déflation modérée, pourvu qu'il soit régulier, plutôt que de souffrir des troubles généralisés et erratiques que nous avons connus.

À défaut d'adopter publiquement une telle politique de croissance régulière de la masse monétaire, ce serait une amélioration importante si les autorités monétaires prenaient la décision, pleine d'abnégation, de s'interdire de brusques changements de politique. C'est un fait que les périodes de relative stabilité du taux de croissance de la masse monétaire ont aussi été des périodes de relative stabilité de l'activité économique, à la fois aux États Unis et dans les autres pays. Les périodes de grandes variations du taux de croissance de la masse monétaire ont aussi été des périodes de variations importantes dans l'activité économique.

En s'imposant une conduite régulière et en s'y tenant, les autorités monétaires pourraient apporter une contribution importante à la stabilité économique. En adoptant un taux de croissance régulier mais modéré de la masse monétaire, elles permettraient d'éviter soit l'inflation soit la déflation. D'autres forces pourraient encore affecter l'économie et nécessiteraient des changements et des ajustements, perturbant ainsi le cours

(6) Dans un article non encore publié, « *The Optimum Quantity of Money* », je conclus qu'un taux de croissance plus bas, quelque chose comme 2% pour la définition la plus large, pourrait être meilleur pour éliminer ou réduire la différence entre les coûts privés et globaux d'accroissement des encaisses réelles.

paisible de notre marche. Mais une croissance régulière de la masse monétaire procurerait un climat monétaire favorable pour une action efficace des ces forces fondamentales que sont l'initiative, l'ingéniosité, le travail acharné et l'épargne, vrais ressorts de la croissance économique. C'est tout ce que l'on peut exiger de la politique monétaire en l'état actuel de nos connaissances. Mais ceci – et c'est beaucoup – est de toute évidence à notre portée.

Références bibliographiques

- [1] **Ellis, H. S.**, ed. (1948), *A Survey of Contemporary Economics*, Philadelphia.
- [2] **Friedman, M.** (1967), «The Monetary Theory and Policy of Henry Simons», *Journal of Law and Economics* 10, October, 1-13.
- [3] **Friedman, M.** (1959), *A Program for Monetary Stability*, New York.
- [4] **Goldenweiser, E. A.** (1945), «Postwar Problems and Policies», *Federal Reserve Bulletin* 31, February, 112-21.
- [5] **Homan, P. T. et Machlup, Fritz**, ed. (1945), *Financing American Prosperity*, New York.
- [6] **Lerner, A. P. et Graham, F. D.**, ed. (1946), *Planning and Paying for Full Employment*, Princeton.
- [7] **Mill, J. S.** (1929), *Principles of Political Economy*, Bk. III, Ashley ed., New York.