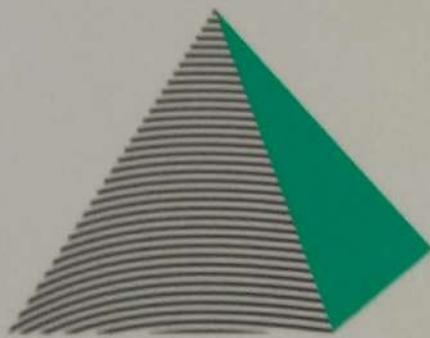


C U R S U S

Théories et politiques monétaires

Sylvie Diatkine



A R M A N D C O L I N

8 Monétaristes et keynésiens

LA « SYNTHÈSE NÉOCLASSIQUE »

Le cadre général du modèle

Le cadre de départ de l'analyse du rôle de la politique monétaire dans l'équilibre macroéconomique est constitué par la reformulation des thèses keynésiennes par J. Hicks (1937) sous la forme du modèle *IS-LM*. Celui-ci se base sur une hypothèse de prix fixes. Il cherche à faire la synthèse entre la conception « classique » de l'équilibre macroéconomique et la conception keynésienne dans un cadre d'équilibre général. La courbe *IS* décrit les conditions de l'équilibre sur le marché des biens et services; la courbe *LM* celles de l'équilibre du marché de la monnaie. Le point de rencontre de ces deux courbes donne l'équilibre macroéconomique général [voir, entre autres, Cabannes (1994), Béraud (1992), Burda et Wyplosz (1993)].

Ainsi, l'équilibre du marché des biens est décrit de la façon suivante. La dépense totale et nationale (ici, on se situe en économie fermée; voir *infra*, p. 156 pour la prise en compte de l'équilibre extérieur) se compose de la consommation *C*, de l'investissement *I* et de la dépense publique *G₀*. Elle est égale au revenu national qui comprend la consommation *C* et l'épargne *S*. La consommation est une fonction croissante du revenu *Y*, soit $C = cY + C_0$. L'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt *r*, soit $I = I_0 - br$. Une hausse du revenu entraîne une augmentation de la consommation mais moins que proportionnelle; il faut donc que l'investissement augmente, ce qui n'est possible que si le taux d'intérêt baisse. La courbe *IS* représente tous les couples des variables *Y* et *r* assurant l'équilibre du marché des biens et est décroissante, soit :

$$Y = C + I + G_0, \text{ dont on tire :}$$

$$Y = [1/(1-c)] [(C_0 + I_0 + G_0)] - [b/(1-c)] r \quad (\text{voir figure n}^\circ 1, \text{ p. 131}).$$

Le marché de la monnaie est équilibré lorsque l'offre de monnaie exogène *M₀* est égale à la demande de monnaie composée d'une demande pour motif de transaction et précaution, fonction croissante du revenu, et d'une demande pour motif de spéculation, fonction décroissante du taux d'intérêt *r*, soit : $Md = L_1 Y - L_2 r$. La courbe *LM* décrit tous les couples des variables *Y* et *r* qui assurent l'équilibre du marché de la monnaie. Une hausse du revenu se traduit par une augmentation de l'encaisse de transaction, donc *L₂* doit diminuer et le taux d'intérêt doit alors augmenter. Son équation est :

$$M_0 = Md, \text{ dont on tire : } Y = M_0/L_1 + (L_2/L_1)r$$

La courbe *LM* est croissante (voir figure n^o 1). L'équilibre macroéconomique est donné par le couple des variables *Y* et *r* qui assure simultanément l'équilibre sur les deux marchés, soit au point où se coupent les courbes *IS* et *LM* (A sur la figure n^o 1). Le revenu d'équilibre est :

$$Y = [C_0 + I_0 + G_0] [1/(1-c) + bL_1/L_2] + [bM_0]/[(1-c)L_2 + bL_1].$$

Politique monétaire ou politique budgétaire ?

Une augmentation des dépenses publiques accroît le revenu et déplace la courbe *IS* vers la droite de *IS* à *IS₁*. On peut calculer le multiplicateur budgétaire : $\delta Y/\delta G = 1/[1-c + b \cdot L_1/L_2]$. On obtient une hausse du revenu et du taux d'intérêt (figure

n° 1, passage de A à B). La hausse du revenu est d'autant plus forte que la pente de la courbe *LM* est faible; c'est-à-dire que la demande de monnaie est peu sensible à l'augmentation du revenu et infiniment élastique par rapport au taux d'intérêt. C'est le cas notamment lorsque l'on se trouve dans la partie de la courbe *LM* qui est plate (trappe à liquidité, figure n° 2). La hausse du revenu est faible, au contraire, lorsque la demande de monnaie est très sensible au revenu et peu au taux d'intérêt (courbe *LM* verticale, figure n° 2).

On constate ainsi que le multiplicateur budgétaire a une valeur plus faible lorsque l'on prend en compte le marché de la monnaie; il est réduit selon le terme bL_1/L_2 . Celui-ci correspond à l'effet d'éviction de l'investissement privé par la dépense budgétaire ou frein monétaire (voir encadré, p. 132). Cet effet est dû à la hausse du taux d'intérêt r provoqué par la dépense publique; cette hausse décourage à son tour les investissements privés. Pour diminuer cet effet, il faut mener, conjointement à la politique budgétaire, une politique monétaire d'accompagnement qui accroît l'offre de monnaie et diminue ainsi la hausse du taux d'intérêt (D sur la figure n° 1). Le frein monétaire est également faible si les investissements sont peu sensibles au taux d'intérêt. Le débat sur l'importance de l'effet d'éviction, et donc sur la possibilité de mener une politique budgétaire de relance, et sur le rôle respectif de la politique budgétaire et de la politique monétaire opposera les monétaristes et les keynésiens. Nous y reviendrons plus loin.

Toute augmentation de l'offre de monnaie déplace la courbe *LM* vers la droite. Le multiplicateur monétaire est : $\delta Y/\delta M = (b/L_2) (1/[1 - c] + b \cdot L_1/L_2)$. Cela provoque une hausse du revenu et une baisse du taux d'intérêt (passage de LM_0 à LM_1 , de A à C sur la figure n° 1). L'effet sur le revenu est d'autant plus fort que la pente de la courbe *IS* est faible. Si l'on se situe dans le cas de la «trappe à liquidité», où l'offre de monnaie ne peut faire baisser le taux d'intérêt du fait d'une trop forte élasticité de la demande de monnaie par rapport au taux d'intérêt (courbe *LM* horizontale), la politique monétaire est inefficace (figure n° 2). Il en est de même si les investissements sont inélastiques au taux d'intérêt (courbe *IS* verticale) [figure n° 2] ou si la courbe *LM* est verticale, c'est-à-dire que la demande de monnaie est infiniment élastique au revenu (figure n° 2). Ainsi l'efficacité respective des politiques budgétaires et monétaires dépend des formes des courbes *IS* et *LM*. L'essentiel du processus de transmission de la politique monétaire passe par le taux d'intérêt.

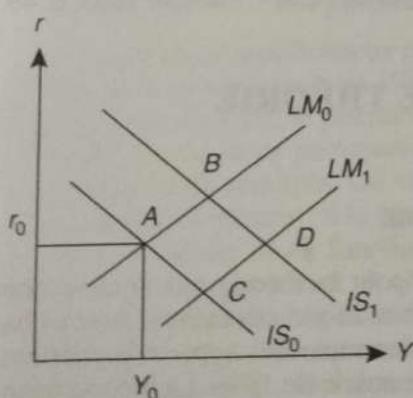


Figure n° 1 : le modèle IS-LM

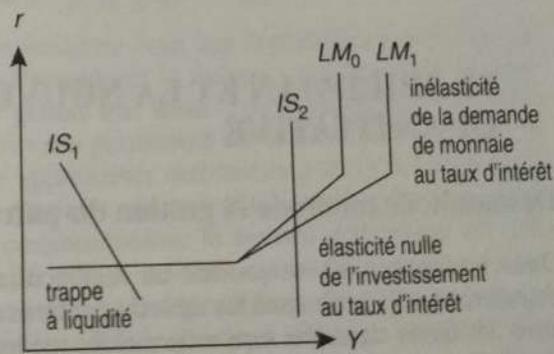


Figure n° 2 : deux cas d'inefficacité de la politique monétaire

UNE REPRÉSENTATION GRAPHIQUE DE L'EFFET D'ÉVICTION

On constate alors que le multiplicateur budgétaire possède une valeur plus faible lorsque le marché de la monnaie est pris en compte, et le terme $b.L_1/L_2$ représente le frein monétaire lié à l'éviction de l'investissement privé par la dépense publique, éviction consécutive à la hausse du taux d'intérêt que provoque la dépense publique.

Une analyse graphique permet de représenter plus intuitivement cet effet d'éviction.

La figure n° 3 illustre ce mécanisme en distinguant effet multiplicateur à taux d'intérêt constant et effet multiplicateur intégrant le marché monétaire (à taux d'intérêt variable). Une augmentation des dépenses publiques déplace la courbe vers la droite [passage de $IS(1)$ à $IS(2)$]. A taux d'intérêt constant – c'est-à-dire en se déplaçant parallèlement à l'axe des abscisses – l'augmentation des dépenses publiques permet de déplacer l'économie de E à E' [flèche (1) sur la figure n° 3]. L'économie n'est cependant plus sur la courbe LM en E' , ce qui signifie que le marché de la monnaie n'est plus équilibré. L'augmentation du taux d'intérêt [passage de E' à E'' , flèche (2)] va permettre de rétablir l'équilibre sur les deux marchés, mais au détriment de l'investissement privé, d'où la moindre augmentation du revenu d'équilibre [passage de $R(1)$ à $R(2)$, flèche (3), et non de $R(1)$ à $R(1')$].

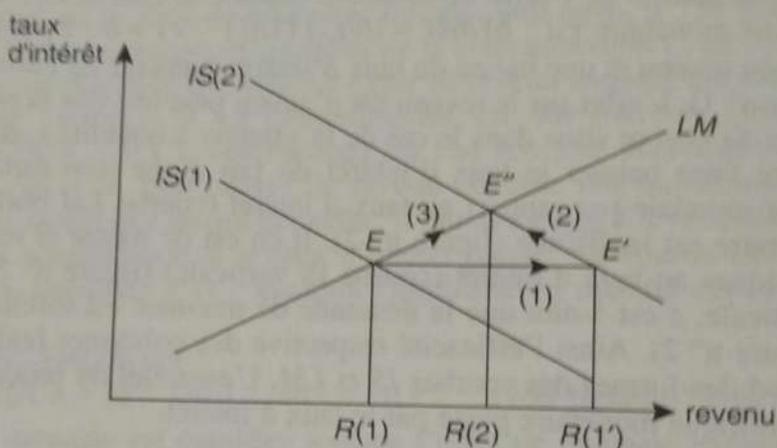


Figure n° 3

Source : d'après F. Portier in *Cahiers français* n° 261, « Le budget de l'Etat », mai-juin 1993, p. 45.

M. FRIEDMAN ET LA NOUVELLE THÉORIE QUANTITATIVE

Demande de monnaie et gestion du patrimoine

Dans les années 60, se produit un regain d'intérêt pour la théorie quantitative dont nous avons déjà rencontré les développements au début du xx^e siècle (voir *supra*, chapitre 3). Cette dernière sera reformulée, tenant ainsi compte des apports keynésiens. Ce sera notamment l'objet de M. Friedman dans son article de 1956. La théorie quantitative sera d'abord une théorie de la demande de monnaie. La monnaie est intégrée à l'ensemble des biens capitaux. Tous les actifs patrimoniaux (et non plus seulement les actifs financiers) sont des substituts plus ou moins proches de la monnaie. Les apports

de l'Ecole de Chicago consistent principalement à montrer que la vitesse de circulation de la monnaie n'est plus une constante, mais une variable stable, dépendant d'une fonction définie d'un petit nombre de variables.

La demande de monnaie est donc étudiée dans le cadre d'une gestion de patrimoine opérée par l'agent économique, et non plus seulement de portefeuille. Les actifs entrant dans la composition de ce patrimoine sont : les biens de consommation et de production (actifs réels), les actions et les obligations (actifs financiers), les actifs humains (définis comme les potentialités de production de revenus de la personne humaine) et la monnaie. L'agent économique cherche à déterminer la composition optimale de son patrimoine en tenant compte de sa grandeur globale notée W , des prix et rendements relatifs des divers actifs (soit r^b le taux d'intérêt des obligations, r^e le prix de marché des actions, et dP/Pdt le taux de variation du niveau général des prix représentant le rendement des actifs réels) et des goûts et préférences des agents donnés par la fonction d'utilité u . Il s'agit d'une généralisation de la théorie du choix du consommateur dans laquelle les rendements des actifs figurent les prix des biens et le patrimoine total ou richesse, la contrainte de budget. Les agents cherchent donc à maximiser leur utilité sous la contrainte de leur patrimoine total et en fonction des rendements relatifs des actifs. Il faut noter que la composition du patrimoine en actifs humains est considérée comme donnée et égale à w . A l'équilibre, le rendement marginal de chaque actif sera égal, tout comme, dans le programme optimal du consommateur, les utilités marginales des biens sont égales. L'agent cherchera à substituer tel type d'actif à un autre, en fonction de leurs rendements respectifs, jusqu'à ce qu'il se trouve à l'équilibre où le rendement global du patrimoine est alors maximisé. Il en résulte une demande de monnaie (sous forme de demande d'encaisses réelles) telle qu'elle correspond à une gestion optimale du patrimoine :

$$Md = p \cdot f(r^b, r^e, dp/pdt, w, W/P, u) \quad (1).$$

Il est possible de considérer qu'un revenu y est le rendement d'un patrimoine et peut donc s'écrire $y = rW$ où r est un taux d'intérêt. On écrit donc : $W = y/r$.

M. Friedman va simplifier cette expression de la demande de monnaie. Tout d'abord r , le taux d'actualisation du revenu, est considéré comme une moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les actifs déjà pris en compte dans la fonction. Il n'est donc pas nécessaire de faire apparaître explicitement r , et l'on peut approximer la valeur du patrimoine par y seul. L'équation (1) désigne une fonction stable des variables principales que sont les taux d'intérêt et le revenu réel. Elle peut aussi s'écrire sous la forme suivante où la vitesse de circulation de la monnaie est une fonction stable de ces mêmes variables :

$$V = py/Md = g(r^b, r^e, p, w, y, u) \quad (2).$$

Cependant des simplifications plus importantes vont être introduites par Friedman, notamment dans son article de 1959. Il va remplacer le revenu y par la notion de revenu permanent. En effet, le patrimoine W génère une somme de revenus sur l'ensemble de la durée de vie de ce patrimoine. Le revenu permanent est la moyenne pondérée de ces revenus futurs anticipés. On va donc approximer maintenant y dans la fonction (1) par y^p , revenu permanent, à la place du revenu courant y . Suivant les principes dégagés pour sa théorie de la fonction de consommation, le revenu permanent est plus stable que le revenu courant. A chaque période, l'individu calcule son revenu permanent comme somme anticipée des revenus futurs. Il dépend donc des revenus présents et futurs, alors que le revenu courant ne dépend, lui, que de la situation présente. Si le revenu courant change, la valeur de la richesse (ou du revenu permanent qu'elle va rapporter) varie, mais moins que ce revenu courant. Il se peut ainsi que, s'il se produit une récession, le revenu courant baisse, mais cela ne crée pas une baisse analogue du revenu permanent, car ce mouvement soudain ne modifie pas proportionnellement

l'ensemble des revenus que le patrimoine génère durant sa vie entière. Il existe des variations cycliques du revenu, et l'on peut considérer que le revenu courant se décompose en une composante permanente et une composante transitoire. De ce fait, les variations transitoires de revenus sont temporaires et n'affectent pas le revenu permanent.

Friedman va, par analogie, remplacer le niveau courant de prix par une variable désignant le niveau permanent des prix, p^p . Ainsi, la demande de monnaie n'est pas affectée par une variation temporaire des prix, mais uniquement par le niveau qui est anticipé comme permanent, de la même façon que le revenu permanent. A partir de l'équation (1), on obtient l'équation :

$$Md = p^p \cdot f(y^p, z) \quad (3).$$

Ici z désigne toutes les variables de l'équation (1) sauf y et p , notamment les taux d'intérêt. M. Friedman justifie par des études empiriques le fait que les taux d'intérêt (et donc z) n'exercent pas un rôle déterminant sur la demande de monnaie, même à court terme (Friedman, 1959). Il va donc aboutir à la simplification finale qui consiste à supprimer z de l'équation. On obtient l'équation suivante :

$$Md = p^p f(y^p) \quad (4)$$

ou :

$$V = Y/Md = Y/Y^p g(y^p) \quad (5)$$

car $V = Y/p^p f(y^p)$ et, si $p^p y^p = Y^p$ ou $p^p = Y^p/y^p$, donc $V = Y/Y^p [y^p/f(y^p)]$ ou $V = Y/Y^p [g(y^p)]$. V est la vitesse de circulation désirée.

Afin de montrer que le revenu permanent a un rôle déterminant dans la fonction de demande de monnaie (et par là, qu'elle est fonction de variables stables), Friedman doit procéder à des tests empiriques. Pour les effectuer, il doit approximer le revenu permanent par le revenu anticipé (celui-ci dépend des observations passées en fonction d'anticipations adaptatives; voir *infra*, p 136). Il en est de même des prix permanents approximés par les prix anticipés. La notion de revenu permanent permet d'expliquer le comportement de la vitesse de circulation dans le court terme comme dans le long terme. En effet, Friedman constate que, sur la longue période, aux Etats Unis, de 1870 à 1954, la vitesse diminue alors que le revenu courant augmente. Au contraire, sur la courte période, il existe une relation directe et positive entre vitesse et revenu. On peut expliquer cela par le fait que, dans le long terme, la demande de monnaie s'accroît plus que proportionnellement à l'augmentation du revenu permanent (approximé par le revenu anticipé), et donc la vitesse (Y/Md) baisse. Le revenu permanent et le revenu courant sur une longue période sont très proches dans leur évolution. Ainsi, la vitesse mesurée par rapport au revenu permanent (y^p/M^d) est la même que celle calculée en fonction du revenu courant, soit la vitesse « constatée » (Y/Md). En ce qui concerne le cycle, Friedman constate une variation parallèle des deux variables vitesse et revenu courant. En effet, la demande de monnaie est une fonction stable du revenu permanent, donc elle varie peu lorsque le revenu courant fluctue. Cependant le revenu courant, lui, varie plus que le revenu permanent. Il en résulte que le rapport Y/Md ou vitesse constatée baisse lorsque Y diminue et augmente lorsque Y s'élève. Il est donc possible d'expliquer le comportement de la demande de monnaie par les variables telles que le revenu permanent et celui de la vitesse par la comparaison entre, uniquement, le revenu permanent et le revenu courant; les données empiriques justifient sa théorie, selon Friedman.

L'ancienne et la nouvelle théorie quantitative

Friedman a reformulé la théorie quantitative. La vitesse de circulation n'est plus constante dans le long terme; sa variation est déterminable à l'aide de l'équation (5). Il a donné une explication nouvelle des fluctuations de la vitesse autour de sa valeur

de long terme. Il en résulte que la monnaie agit dans l'économie à partir de comportements stables de demande de monnaie de la part des agents. La politique monétaire est donc l'instrument le plus adapté. Il s'agit, cependant, de préciser quel type de politique monétaire. C'est justement parce que les comportements face à la monnaie sont régis par des principes simples liés à des phénomènes de long terme non susceptibles de mouvements soudains, tel le revenu permanent, qu'il convient d'utiliser une politique monétaire qui évite les modifications brutales au gré de la conjoncture économique. Il reprend l'hypothèse d'exogénéité de l'offre de monnaie. Celle-ci est entièrement contrôlable par l'autorité monétaire, la banque centrale. La quantité totale de monnaie injectée dans l'économie est un multiple (théorie du multiplicateur de crédit) de la base monétaire, dont les composants sont exogènes : solde de la balance des paiements et financement du déficit budgétaire. L'accroissement des réserves des banques ne peut donc se produire que suite à ces deux causes. Celles-ci vont répercuter cette augmentation de leur liquidité par des vagues successives de crédit (voir Diatkine, 1992, p. 65). Ce mécanisme du multiplicateur de crédit décrit un comportement stable des banques à court terme. La valeur du coefficient multiplicateur ne dépend pas de variables de court terme telles que les taux d'intérêt. Il en résulte que la politique de base monétaire est la seule efficace selon les monétaristes.

L'offre de monnaie ainsi considérée comme exogène étant introduite dans l'économie, elle rencontre la demande de monnaie (voir *supra*). L'équilibre du marché de la monnaie s'opère par le mécanisme de l'effet d'encaisse réelle et des effets de richesse. Toute modification de la quantité de monnaie, c'est-à-dire des encaisses effectives, conduit à des réajustements de la composition de leur patrimoine par les agents. Si $M_0 = M^* = Md$, on a $Y = V \cdot M$. On retrouve la formule quantitative. L'accroissement de la quantité de monnaie provoque un accroissement du revenu nominal national. Selon l'ancienne théorie quantitative (voir *supra*, p. 52), la monnaie n'agit que sur le niveau général des prix ; dans la reformulation monétariste, elle peut, à court terme, agir sur les niveaux de la production et les quantités ; ce n'est qu'à long terme qu'elle n'affecte que les prix. A long terme, le taux de variation du revenu national égale le taux de variation de l'offre de monnaie ; Y (revenu national nominal) = y (revenu réel) $\cdot p$ (le niveau des prix).

Cependant, pour préciser le rôle de la monnaie, il faut distinguer entre le taux de variation de l'inflation, celui du revenu correspondant à la pleine capacité de production ou de plein emploi et celui du rapport entre ce dernier et le taux de variation effectif du revenu courant. Il se peut que l'accroissement de l'offre de monnaie n'entraîne pas d'accroissement de l'inflation, si l'économie ne se trouve pas à son niveau de production maximum et qu'elle ne provoque ainsi qu'une variation du taux d'utilisation des capacités de production. Il n'y a accroissement de l'inflation que si le taux de croissance de la masse monétaire excède celui de la pleine capacité, ce qui se produit à long terme, et c'est pourquoi la nouvelle théorie quantitative rejoint à long terme l'ancienne. Cela est illustré par la critique de M. Friedman et E. Phelps à la courbe de Phillips.

Le rôle de la politique monétaire : une inefficacité à long terme

Selon le monétarisme, la politique monétaire pourra avoir une efficacité dans le court terme, mais celle-ci lui est déniée dans le long terme. La monnaie est alors neutre. Cette conception de la neutralité est liée à celle du marché du travail et du chômage.

La courbe construite par Phillips en 1958 décrit une relation statistique constatée entre le taux de chômage et le taux de variation du taux des salaires nominaux. Lipsey (1960) précise que le taux de variation des salaires dépend de l'excès de demande de

travail sur le marché du travail et donc du taux de chômage. Cette courbe peut s'interpréter comme une relation entre le taux d'inflation ($\delta p/p$) et le taux de chômage (U), si l'on remplace les salaires par les prix, c'est-à-dire en supposant que ces derniers se fixent en fonction des coûts salariaux en appliquant un coefficient constant de marge de telle sorte que l'on a $\delta p/p = h(U)$. Cette courbe est considérée comme l'élément à ajouter au modèle keynésien de type *IS-LM* pour déterminer le niveau des prix. Elle est considérée comme stable à court terme et représente en quelque sorte un dilemme de la politique économique : il n'est pas possible de réduire le chômage (par une politique de relance de la demande, par exemple) sans accélérer l'inflation.

Friedman va introduire la notion d'anticipations adaptatives pour critiquer ce type de relation. Selon lui, les salariés ne sont pas sensibles aux salaires nominaux, mais aux salaires réels. Plus précisément, ils sont préoccupés non par le taux d'inflation actuel, mais par le taux d'inflation qu'ils anticipent. De ce fait, pour tout niveau du chômage, le taux d'inflation dépendra des anticipations des salariés et des employeurs concernant ce taux d'inflation. Friedman et Phelps définissent un « taux de chômage naturel » U_n , c'est-à-dire celui correspondant à un niveau incompressible dépendant de facteurs structurels au marché du travail (chômage frictionnel) et du niveau du chômage volontaire (les salariés ne souhaitant pas travailler à ce taux de salaire). On considère que si le taux de chômage est à son niveau « naturel », le marché du travail est équilibré et le taux d'inflation est égal au taux d'inflation anticipé. Ainsi, on a maintenant :

$$\delta p/p = \delta p/p^a + h(U - U_n).$$

Selon les monétaristes, les anticipations d'inflation sont fonction du niveau courant des prix. Les agents ajustent leurs anticipations selon une méthode d'adaptations successives. Il est alors clair qu'au niveau du chômage naturel, l'économie est en situation d'équilibre de long terme, où les anticipations n'ont pas besoin d'être modifiées. Il en résulte qu'il existe une courbe de Phillips de long terme qui est une droite verticale au-dessus du point de chômage naturel et des courbes de Phillips de court terme. Il est alors possible, à court terme, de faire régresser le chômage en dessous de son niveau « naturel » à l'aide d'une politique monétaire de relance, mais cela est momentané, et l'on rejoint à moyen terme la courbe verticale (voir figure n° 4). En effet, les agents mettent un certain temps à adapter leurs anticipations d'inflation face à un accroissement de l'offre de monnaie. Ils anticipent tout d'abord un salaire nominal plus élevé pour un taux d'inflation inchangé ; leur taux de salaire réel est donc plus élevé, et ils sont incités à offrir plus de travail. Le chômage régresse (on se déplace de E à E_1). Mais, au fur et à mesure qu'ils rectifient leurs erreurs sur l'inflation, ils révisent leurs calculs, et le taux de chômage remonte à son niveau naturel alors que l'inflation s'accélère (on revient de E_1 à E_1'). La courbe de Phillips de court terme s'est déplacée vers le haut. Si les autorités cherchent à réduire de nouveau le chômage, la courbe se déplacera encore vers le haut. A long terme, la politique monétaire est impuissante à réduire le chômage et ne peut qu'accélérer l'inflation. Il en résulte que la meilleure politique est de maintenir constant le taux de croissance de l'offre de monnaie, de façon que les anticipations

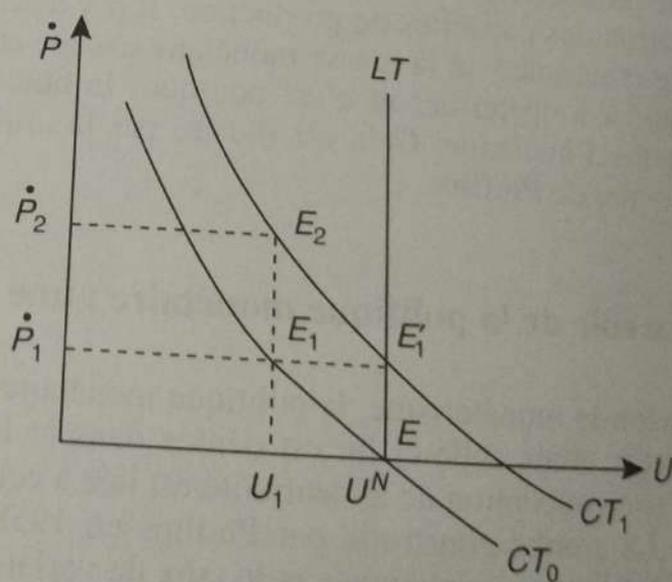


Figure n° 4

soient stabilisées et pour éviter les fluctuations de court terme, à un niveau correspondant au taux de croissance de long terme du revenu réel (c'est-à-dire au taux de chômage naturel). C'est la règle d'or de M. Friedman.

La règle de politique monétaire proposée par Friedman doit être complétée par celle qui fixe le degré optimal d'inflation. Selon lui, le taux d'inflation optimal est négatif, égal à zéro moins le taux d'intérêt réel, c'est-à-dire moins la productivité marginale du capital. Le taux d'intérêt nominal sera alors nul. En effet, un bien doit être offert jusqu'au point où son coût marginal de production est égal à son prix, lequel doit être égal à l'utilité marginale qu'en tire le consommateur. Le coût de production de la monnaie est presque nul pour l'Etat qui l'émet. Le prix de la monnaie pour les consommateurs est le coût d'opportunité de sa détention ou le taux d'intérêt nominal. Il en résulte que ce dernier doit être nul. Les pouvoirs publics doivent donc déterminer leur offre de monnaie de telle sorte que le taux d'intérêt nominal soit nul et le taux d'inflation négatif.

Cette règle est liée à une conception de l'émission monétaire, dans la logique monétariste, qui serait le seul fait de l'Etat et qui aurait ainsi pour logique de procurer à ce dernier des ressources analogues à celles issues de la taxation et que l'on appelle « seigneurage ». Celui-ci est alors un profit de monopole provenant du privilège de l'émission de monnaie légale que les agents sont obligés de détenir. En appliquant la règle optimale énoncée ci-dessus qui annule le taux d'intérêt nominal, cela interdit toute recette de cette sorte. Car, il vaut mieux supprimer ce type de distorsions (représentées par l'existence d'un taux d'intérêt nominal positif équivalent à un taux d'imposition « caché ») dans le calcul économique des agents; il vaut mieux lui substituer un impôt explicite supposé, lui, sans effet de distorsion. Au contraire, dans une logique différente, si l'on considère que les différents types d'impôt ont tous des effets de distorsion, il peut être nécessaire de minimiser les coûts en bien-être associés au financement soit par l'impôt, soit par création monétaire, des dépenses publiques. On peut alors déterminer un niveau optimal du seigneurage qui cherche à minimiser les distorsions fiscales sous la contrainte budgétaire intertemporelle.

Précisons la définition du seigneurage. Soit directement, dans certains pays, par le biais d'approvisionnement du compte du Trésor, soit indirectement par le biais d'achats sur le marché monétaire de titres publics, la banque centrale finance les déficits publics. Les deux méthodes aboutissent à un financement monétaire de la dette publique. On les désigne par le terme de « seigneurage ». Il permet de substituer une dette non rémunérée (la monnaie légale) à une dette rémunérée (un titre de dette publique). Son montant peut être évalué par la valeur de la base monétaire. Celle-ci est égale à la somme des encaisses en monnaie légale des agents et des réserves obligatoires détenues par les banques. Le producteur de base monétaire, en situation de monopole, fournit la monnaie légale, qui est un service, contre paiement d'un loyer qui est équivalent au taux d'inflation et au coût d'opportunité de détenir la monnaie, soit le taux d'intérêt. Le seigneurage mesure ainsi le pouvoir d'achat de la création monétaire à la disposition de l'Etat plus la rente implicite de monopole qui lui permet d'acquérir des actifs rapportant intérêt ou d'éviter d'émettre une dette portant intérêt (coût d'opportunité) d'un montant équivalent à la base monétaire.

Il ne faut pas confondre le seigneurage avec la taxe d'inflation. Il s'agit ici du phénomène d'érosion de la valeur réelle des actifs financiers et monétaires du fait de l'inflation (à la différence des actifs réels). L'Etat peut tirer avantage de la taxe d'inflation (ce qui en fait alors l'équivalent d'une taxe fiscale) parce que deux de ses moyens de financement, la base monétaire et les titres de la dette publique, peuvent être dévalorisés par l'inflation, ce qui réduit ainsi son passif ou ses charges d'emprunt. Il y a alors transfert de ressources du secteur privé vers le secteur public, comme, en général, des créanciers vers les débiteurs. Il est donc possible, pour l'Etat, de réduire son endette-

ment (sous forme de titres) en recourant au financement monétaire par création de monnaie de la part de la banque centrale (seigneurage). Ainsi, seigneurage et taxe d'inflation peuvent aller de pair, puisque le recours au financement monétaire du déficit public crée de l'inflation qui, à son tour, allège la charge de la dette.

Cependant, les résultats monétaristes reposent sur les hypothèses de stabilité de la fonction de demande de monnaie et les mécanismes de transmission par effets de portefeuille que les keynésiens ont critiqués.

Le débat sur la stabilité de la demande de monnaie et les mécanismes de transmission

Les critiques keynésiennes vont d'abord souligner que la demande de monnaie n'est pas stable, ainsi qu'on a pu le vérifier à partir des années 70 aux Etats-Unis. Dans la théorie keynésienne, les anticipations de taux d'intérêt rendent la demande de monnaie et la vitesse de circulation instables. L'évolution de celle-ci ne peut donc être prévue. Au contraire, les monétaristes avancent que la vitesse est stable et peut être connue à l'avance. Ainsi, il est possible de déterminer le revenu national à partir du stock de monnaie. Le revenu demeure dans une relation stable avec ce stock et varie proportionnellement. Les variations de la masse monétaire ont donc une grande importance. Des mouvements erratiques de cette dernière peuvent entraîner de fortes variations du revenu. Friedman, dans ses travaux empiriques, montre que les variations de la masse monétaire précèdent celles du revenu et l'expliquent. Les délais de réaction sont longs et variables. C'est pourquoi toute politique discrétionnaire et changeante à court terme qui tente de régulariser l'économie ne peut avoir que des effets incertains et même opposés au but recherché. Une stimulation de l'activité par une politique laxiste peut n'agir que trop tard, lorsque l'économie sera sortie de la crise : elle aura alors pour seul effet d'accélérer l'inflation. Si, au contraire, l'offre de monnaie suit de façon régulière le taux de croissance de l'économie en longue période, considéré comme un taux naturel et déterminé par des équilibres réels, la politique monétaire ne peut être déstabilisatrice. Elle est alors neutralisée.

Cependant, la stabilité de la demande de monnaie a été remise en cause dans les années 70, à la suite d'observations statistiques et de travaux économétriques qui ont montré la détérioration des qualités prévisionnelles des ajustements de demande de monnaie, notamment aux Etats-Unis. D'une part, il devient de plus en plus difficile de définir un agrégat de stock de monnaie de référence, afin d'en fixer le taux de croissance comme norme de politique monétaire. Les innovations financières se multiplient ; les actifs financiers liquides, mais rapportant un intérêt, deviennent des substituts de la monnaie de plus en plus nombreux et remettent en cause la ligne de partage entre monnaie et épargne liquide. Il en résulte des modifications des comportements des agents économiques quant à la demande de monnaie en fonction du taux d'intérêt dont M. Friedman ne tient pas compte. De ce fait, les conséquences de la politique monétaire ne sont plus aussi claires et prévisibles. On a tenté d'y remédier en calculant de nouveaux agrégats « plus larges » incluant les actifs liquides, mais cela ne semble pas améliorer les choses. On explique *a posteriori* l'évolution de la demande de monnaie, mais non *a priori*, car l'agrégat pertinent ne semble pas lui-même stable.

Les critiques keynésiennes portent, d'autre part, sur les mécanismes de transmission. Certes, monétaristes et keynésiens mettent en avant les effets de portefeuille, mais ceux-ci ont une configuration différente chez les uns et les autres. Chez les keynésiens, la monnaie pénètre dans l'économie à partir d'une substitution entre actifs financiers et monnaie, et indirectement par le biais du taux d'intérêt ; chez les monétaristes, il s'agit d'une substitution entre tous les actifs, qu'ils soient réels, monétaires ou financiers. L'action de la monnaie touche donc, dans ce dernier cas, directement et

simultanément tous les marchés par l'intermédiaire des dépenses effectuées par les agents (effet d'encaisse réelle ou de richesse). Ainsi, Tobin (1969) reformule les voies d'intégration de la monnaie à l'activité économique, en précisant le type de relations entre monnaie, actifs financiers et actifs réels, à la différence de la présentation traditionnelle de type IS-LM. Le mécanisme de transmission passe alors par le coût du capital. L'accroissement de la quantité de monnaie offerte provoque des achats d'obligations dont les cours augmentent et le taux d'intérêt baisse. Cela entraîne, par substitution, une demande d'actions dont le prix va ensuite augmenter aussi. Inversement, le taux de rendement du capital « sous sa forme financière » baisse. Ce rendement devenant inférieur à la rentabilité du capital physique (ou le prix du capital devenant supérieur à son coût de remplacement), l'entrepreneur est incité à renouveler son capital. Cela stimule la demande et la production de biens de production. L'effet stimulant se diffuse peu à peu à l'ensemble de l'économie, à travers une succession d'effets de substitution, car les actifs ne sont pas tous de parfaits substituts les uns des autres, mais sont des substituts deux à deux et peuvent être classés ainsi hiérarchiquement. Le mécanisme de transmission reposant principalement sur le taux d'intérêt est instable et lent (Lacoue-Labarthe, pp. 109-110).

Chez les monétaristes, l'accroissement de monnaie entraîne directement, et en même temps, une hausse de la consommation et de l'investissement, donc de la production des biens de consommation comme des biens de production, tout comme de la demande d'actifs financiers (effet Pigou et effet Patinkin, tous deux liés à la variation de volume du patrimoine, voir *supra* p. 55 et p. 103). Mais il existe également un effet indirect par la baisse du taux d'intérêt qui accroît aussi la valeur du capital et du patrimoine. Il en résulte donc un effet stimulant sur la consommation et l'investissement. Ces effets sont plus divers et plus stables que chez les keynésiens. La différence entre les deux courants apparaît alors comme un problème de plus ou moins grande substituableté entre les actifs (notamment entre la monnaie et les autres actifs), les deux mécanismes de transmission étant deux cas particuliers d'un même modèle.

LES « POSTKEYNÉSIENS » : UNE VISION ALTERNATIVE ?

Certains keynésiens auront cependant une conception du rôle de la monnaie dans l'économie qui cherchera à rompre plus fondamentalement avec, d'une part, le courant dit de la « synthèse », avec, d'autre part, le monétarisme et les reformulations de l'équilibre économique des « nouveaux classiques » (voir *infra*, chapitre 9). Nous étudierons, en premier lieu, les propositions des « postkeynésiens » sur la nature endogène de l'offre de monnaie.

Dans le prolongement des « derniers écrits » de Keynes ...

Certains auteurs contemporains se réfèrent aux articles que Keynes a publiés après la parution de la *Théorie générale* et qui complètent sa vision du rôle de la monnaie (Keynes, 1937). Il y développe ce qu'il appelle un nouveau motif de demande de monnaie : le motif de « finance ». Les banques ont ici une place décisive, car ce sont elles qui octroient cette avance à la production. Elles servent à fournir, par le crédit, les fonds nécessaires à toutes les dépenses liées à la mise en route de la production