

LES DÉTERMINANTS DE L'EFFICACITÉ DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Azzedine Dadas*

*«La politique économique (monétaire)
est un art, mais de moins en moins un
art d'ingénieur et de plus en plus un
jeu entre décideurs politiques et
agents privés»*

Helmut Schlesinger.

INTRODUCTION

A l'instar de la théorie du contrôle optimal, dont l'objet est de trouver les moyens permettant de diriger le fonctionnement d'un système physique, la politique économique (PE) apparaît comme l'outil par lequel les pouvoirs publics tentent de diriger l'économie (à en croire le jargon usité : surchauffe, refroidissement, navigation à vue). L'idéal aurait été un clavier (d'ordinateur) économique qui permettrait de faire réagir le système économique dans le sens désiré.

Malheureusement, mener une PE est bien plus difficile que cela du fait de l'intervention de plusieurs facteurs qui tiennent autant aux agents économiques, qu'aux critères retenus ou encore aux objectifs fixés par les autorités. De ce fait, on ne peut saisir, globalement, l'efficacité d'une PE sans la rapprocher du rôle et de la fonction de l'Etat. Ceci aussi bien géographiquement (analyse spatiale) du fait de la disparité des formes d'Etat, que temporellement car s'appliquant à des phases du développement historique de systèmes totalement différents. De plus, le rôle et la fonction de l'État, et donc de la PE et de son efficacité, sont déterminés différemment selon l'optique, la vision théorique et les choix philosophiques qui déterminent notre propre analyse (différents courants que l'on peut regrouper en deux grandes familles pour ou contre l'intervention de l'État).

* * Docteur en économie, Politologue et diplômé en informatique, est chercheur au Centre « Etudes et Politiques Européennes », Université de Lille I et à l'IFRESI.

Il s'agit également de distinguer le paradigme dans lequel s'inscrit la notion de l'efficacité que l'on retient, sachant que globalement il existe divers types d'efficacité : l'efficacité économique (dans le sens de rendement, rentabilité), l'efficacité sociale (dans le sens sociétal en termes de bien-être et d'optimum social), l'efficacité politique (théorie du vote), l'efficacité environnementale (protection de la nature).

En fait, l'acception que l'on peut retenir ici recouvre les trois notions «efficacité (atteindre les objectifs assignés ou obligation de résultat), d'efficience (les moyens les plus adéquats ou obligation de moyens) et d'effectivité ⁽¹⁾ (projet social et/ou de société). Dans ce cas, l'efficacité peut être jugée soit à travers le degré de réussite ou non des effets d'annonce des autorités; soit par le biais de la résolution de ce que l'on appelle le dilemme du terroriste (anticipations des agents et appréciation des promesses des gouvernants) : c'est la notion de crédibilité.

L'efficacité ou l'inefficacité peuvent, dans un sens pragmatique, résulter de deux facteurs : soit du fonctionnement de l'ensemble de l'économie, et en particulier des réponses du taux d'intérêt et du taux de change aux politiques ou de la nature du chômage, soit du comportement des consommateurs. Dans ce cas, l'efficacité (ou l'inefficacité) des politiques économiques peut être entendue en termes d'effets sur la production et de capacité de stabilisation conjoncturelle.

Le modèle de base pour juger de cette efficacité conjoncturelle est le modèle Mundell-Fleming, qui s'inscrit dans un cadre keynésien (la demande détermine l'offre). Dans ce modèle de base, la politique économique (budgétaire) est inefficace s'il y a faible mobilité internationale des capitaux en régime de changes fixes, ou forte mobilité des capitaux en changes flexibles. Elle est efficace dans les cas inverses : changes fixes avec forte mobilité des capitaux, et changes flexibles avec faible mobilité des capitaux (tableau n° 1).

Tableau n° 1		
Le modèle de base de Mundell-Fleming		
Le taux de change est	La mobilité des capitaux est faible	La mobilité des capitaux est forte ou parfaite
fixe	la PE est inefficace (la politique budgétaire expansionniste sans accompagnement monétaire conduit à une perte de monnaie, donc à une hausse du taux d'intérêt)	la PE est efficace (la politique fiscale est efficace si le taux d'intérêt domestique est égal au taux d'intérêt international, sinon il y a de forts mouvements de capitaux et pas d'effet d'éviction)
flexible	la PE est efficace (le déficit commercial induit par des mesures fiscales expansionnistes conduit à une dépréciation qui améliore le commerce extérieur en volume et renforce l'effet initial sur l'activité)	la PE est inefficace (comme il n'y a pas d'intervention, le taux d'intérêt et l'offre de monnaie ne peuvent pas varier, la production s'en trouve déterminée par l'équilibre monétaire, donc toute relance conduit à une hausse de taux d'intérêt, qui en attirant les capitaux étrangers apprécie le change, ce qui neutralise-la relance)

¹ Notion introduite par l'auteur

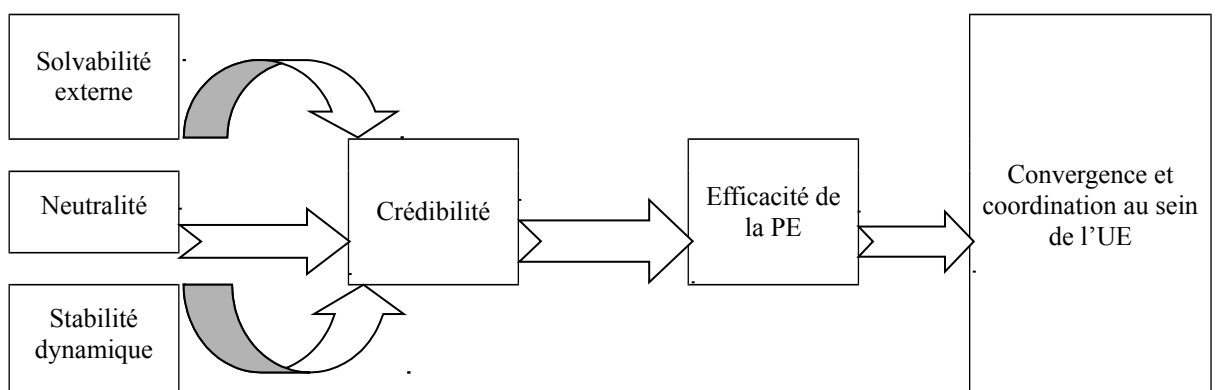
Dans un cadre non keynésien, situation de la théorie de l'offre (l'offre détermine la production dans une situation de chômage classique), l'efficacité des politiques de dépenses publiques (sauf cas de dépenses productives) est nulle (tableau n° 2). A court terme, toute hausse lorsque les prix sont rigides entraîne un rationnement des autres postes de la demande et non une variation de la production. Les chocs conjoncturels sur l'activité et l'emploi étant en chômage classique des chocs d'offre, il convient de les corriger par des mesures affectant l'offre : modification de la fiscalité, des salaires réels, des changes ...

La notion de PE peut être saisie, quant à elle, à travers la double définition de ses objectifs et de ses instruments. En effet, le degré de réussite dans la réalisation des objectifs globaux par la PE, et le degré de réalisation des objectifs intermédiaires par chacun de ses instruments, détermine pour une très large part l'efficacité. Ces instruments sont de plusieurs natures : politiques monétaire, budgétaire, de change, salariale, industrielle, des revenus, agricole, environnementale.

Les objectifs globaux évoluent en fonction de la référence théorique qui évolue elle-même dans le temps. En effet, « l'axe de la politique libérale » (stabilité des prix ↔ équilibre de la balance des paiements) a été dépassé par « le triangle keynésien » qui lui rajoute le plein emploi, lui-même dépassé par le fameux « carré magique » qui inclue la croissance. Depuis, certains auteurs ont introduit la notion de « pentagone de la nouvelle société » qui met en avant l'égalisation des revenus et des chances. Quant à nous, nous pensons qu'il serait plus conforme à la réalité de considérer « un hexagone de la société actuelle » qui intègre l'environnement dans le sens où cet aspect est complètement ingéré, comme bien marchand, par l'économie de marché. De cette façon, l'efficacité de la PE pourrait être jugée par rapport aux équilibres atteints, et si ceux-ci réalisent le bien-être général de tous les agents de la nation.

Ainsi, pour comprendre et saisir la notion d'efficacité de la PE, il nous a semblé opportun de la mettre, dans un premier temps, en relation avec les notions d'efficacité et d'effectivité. Cependant, cette mise en perspective ne pouvait se faire que dans un cadre global mettant en interrelation le concept de stabilité (sa dynamique et sa mise en oeuvre) et d'autres concepts de performance dans la réalisation des objectifs de la PE : la notion de neutralité, la notion de solvabilité externe et la notion de crédibilité. A l'aide de ces déterminants, seule la globalisation (élargissement du champ et prise en compte de la totalité du phénomène) de l'analyse permettra de mieux comprendre, orienter et mettre en oeuvre coordination et convergence au sein de l'Union Européenne (UE).

Nous pouvons représenter, de façon très schématique, le cœur de notre analyse.



Cette vision global permet de resituer les problèmes : comment atteindre convergence et coordination au sein de ME sans obtenir l'efficacité de la PE ? Quels sont les déterminants de cette efficacité ? Quelles sont leurs interrelations ? Quelles sont leurs incidences ? Comment, dans ce cadre concilier objectifs interne et externe alors même qu'ils sont déterminés par des instances différentes ?

C'est ce que nous allons tenter d'élucider à travers un couplage des interrelations des différents déterminants de l'efficacité de la PE.

Stabilisation et notion de solvabilité externe

Dans le cadre du carré magique, l'objectif final de la politique économique est la réalisation de la stabilité des prix, de l'équilibre extérieur, du plein emploi et de la croissance économique. Mais les réalités internationales et des politiques monétaristes et ultra-libérales ont limité à la seule stabilité monétaire la finalité de la PE². Cette stabilité impose deux impératifs : stabilisation des anticipations et limitation du déficit des transactions courantes avec l'extérieur. Au sein de la PE, l'objectif de la politique monétaire est essentiellement la stabilité des prix. C'est un objectif final commun à toutes les banques centrales (l'inflation diminue le pouvoir d'achat des monnaies qu'elles émettent et dont elles ont vocation à préserver l'usage). Cependant, aux Etats-Unis un amendement des législateurs démocrates avait conduit à inscrire dans la loi sur la réserve fédérale américaine deux objectifs à la politique monétaire qui doit, à la fois, assurer la stabilité des prix et favoriser le plein emploi.

Pour Alan Blinder (vice-président de la FED) (emploi devait naturellement être l'un des objectifs de la politique monétaire. Greenspan, président républicain de la FED, critique cette option et pense que *« toute tendance à rechercher une dose de politique macroéconomique en poussant à l'extrême les limites de la politique monétaire risque de provoquer une instabilité financière à long terme »*³. L'optique de Greenspan semble dominer puisque la stabilité des prix revêt, depuis la dernière décennie, une importance décisive avec le développement et le décloisonnement des marchés de capitaux où les phénomènes d'anticipations des évolutions nominales déterminent largement les conditions d'équilibre. Cependant la stabilité des prix n'est pas directement à la portée de la politique monétaire.

Cette finalité de la PE ne peut être réalisée que par un passage aux objectifs intermédiaires. Deux sortes d'objectifs se dégagent.

Le premier est externe et consiste à stabiliser le taux de change (un taux de change fort a des effets favorables sur la valeur interne de la monnaie, il évite le renchérissement des importations et donc la hausse des prix intérieurs; conduit les producteurs nationaux à comprimer les coûts et renforce leur compétitivité : c'est le cercle vertueux).

² Patat J.P. « la politique monétaire », Problèmes Economiques, n° 2231 du 26 Juin 1991.

³ Le Monde du Mardi 30 août 1994, page 14

Le second est interne et signifie un contrôle de la croissance des agrégats de monnaie et de crédit.

Mais la PE rencontre souvent des contradictions entre objectif externe et objectif interne. Pour stabiliser le taux de change la banque centrale achète ou vend des devises, diminue ou augmente le taux d'intérêt. Actions qui ne sont pas neutres sur le rythme d'expansion des agrégats dont le contrôle devient difficile. Cette contrainte des taux de change n'est d'ailleurs pas que de nature institutionnelle, comme le souligne Ch. de Boissieu, puisque les variations du cours d'une monnaie ont une incidence sur les prix des produits importés, qui se répercutent (avec des délais variables) sur les prix internes. A l'inverse les écarts de taux d'inflation servent de repère aux investisseurs internationaux dans leurs prévisions d'évolution du cours. Ainsi il apparaît une forte cohérence de l'objectif de stabilité du taux de change avec l'objectif final.

Cependant, la poursuite exclusive de la stabilité des prix des biens et services ne garantit pas forcément la stabilité des taux de change et taux d'intérêt⁴. Si la banque centrale manifeste des hésitations quant à son rôle de soutien en dernier ressort, sa réticence favorise le déploiement du risque systémiques⁵ (du fait d'une apparente discordance entre la politique monétaire et la politique budgétaire), et par effet « boule de neige » et rationnement du crédit, l'instabilité financière se transmet à l'économie réelle. Celle-ci se trouve alors en équilibre de sous-emploi, d'anticipations déprimées et de formation de structures d'endettement instables. Lorsque ces structures se généralisent à l'ensemble de l'économie la contrainte monétaire s'arme sous la forme d'une contrainte de liquidités qui génère alors une phase de déflation de la dette à court terme. Pour éviter la panique financière, le système n'interrompt pas l'apurement de la masse de dettes et le rôle de la banque centrale est d'éviter la déstabilisation générale du système financier⁶.

Leijonhufvud⁷ explique ces contradictions, dans un registre keynésien, par le comportement intertemporel des agents : si les taux d'intérêt réels sont trop élevés, il y aura excès d'offre de facteurs de production dans le présent et un excès de demande dans le futur. Une dépense immédiate réduit l'excès d'offre courant et l'imposition ultérieure réduira la demande excédentaire future. La structure temporelle de la politique économique keynésienne s'adapte donc au déséquilibre intertemporel entre l'offre et la demande, lié à un mauvais ajustement du système des prix.

Pour Kaldor⁸, les autorités peuvent jouer sur la propension à épargner en manipulant l'instrument taxation directe et indirecte. Sinon, il serait impossible d'atteindre le double objectif d'un haut niveau d'activité et d'une stabilité des revenus, exacerbant par là-même deux désajustements. En effet, lorsque l'investissement l'emporte sur l'épargne, le maintien du plein-emploi s'accompagne d'une inflation cumulative. Dans cette situation, le taux d'intérêt monétaire est inférieur au taux naturel, celui qui restreint le niveau de l'investissement afin d'assurer l'égalité de ce dernier et de l'épargne.

⁴ Aglietta M. et Boissieu Ch. de : « l'émergence de la monnaie européenne », Problèmes Economiques, n°2290, 9 Septembre 1992, page 7.

⁵ risque lié au système lui-même et qui ne peut pas être diversifié, ni assuré.

⁶ Aglietta M. : «< régulation et crise du capitalisme - l'expérience des Etats-Unis>», collection perspectives de l'économie, série économie contemporaine, édition Calman-lévy. Paris 1982, 2ème édition, page 321.

⁷ Leijonhufvud A. : « controverses économiques autour du régime monétaire », Revue Française d'Économie, vol 11, n° 2, printemps 1987.

⁸ Kaldor N. : « stability and full employment », Economic Journal, décembre 1938; Traduction aux éditions Économica : Économie et stabilité, recueil d'articles de N. Kaldor (1987), pp. 30 à 47

En théorie, lorsqu'il est permis au processus de création monétaire de se poursuivre, l'augmentation de la production de biens de consommation génère un excès d'épargne. Aussi, pour assurer le plein-emploi, il ne suffit pas d'abaisser la préférence pour la liquidité ou de relever l'efficacité marginale du capital. La fonction définissant la propension à consommer doit aussi être régulée. Il s'agit d'un réglage continu qui s'adapte aux changements permanents du rapport entre les productions des deux branches (consommation et investissement) et de la distribution du revenu.

Toutefois, Kaldor reste farouchement opposé à la facilité de la politique blondinienne (ni pessimiste ni optimiste), car une telle politique implique autant une remise en ordre sous la forme d'un réajustement des emplois, qu'une altération permanente dans la structure de la distribution des revenus qui permet de consacrer une proportion, plus forte pour la consommation et donc une moindre à l'épargne. Et même si elle réussit, cette politique ne peut faire disparaître complètement les tendances cycliques, elle pourra seulement les contenir entre des limites plus étroites.

De la théorie keynésienne et du modèle Mundell-Flemming, nous pouvons garder l'idée qu'un usage judicieux des outils fiscaux et monétaires serait à même de ramener toute économie en sous-utilisation vers la pleine utilisation du capital et de la main d'œuvre. Nous pouvons également retenir l'idée selon laquelle les marchés ne sont pas toujours et partout autorégulateurs. Un minimum d'intervention de l'État est nécessaire pour lutter contre les deux maux dont souffrent les économies modernes : leur instabilité potentielle, et leur incapacité à assurer puis maintenir le plein-emploi. Et comme le pense Aglietta, le marché n'est pas un substitut efficace car les marchés des changes n'appréhendent pas les externalités. Surtout en matière financière, le marché n'est pas autorégulateur⁹. D'autant plus que la politique monétaire influence le niveau des taux longs aussi bien par le choix du niveau des taux courts que par ses modifications.

L'internationalisation et l'expansion des marchés financiers accroissent les masses de capitaux susceptibles de se déplacer d'une monnaie à l'autre. Le contrôle des taux de change étant un objectif majeur des autorités, celles-ci accroissent les variations des taux courts et ont un impact sur l'élévation du niveau des taux. Un resserrement brutal de la politique monétaire fait donc courir des risques de crise financière et de perturbations réelles liées aux effets de richesse. Ce qui peut être aggravé du fait de l'unicité d'instrument (taux d'intérêt à court terme) pour atteindre plusieurs objectifs potentiels interne et externe, et par la difficulté de mener une politique autonome.

L'intégration financière, même imparfaite, conduit la majeure partie des pays intermédiaires à privilégier l'objectif externe, taux de change, et à réagir surtout aux développements qui peuvent affecter la parité. L'évolution des marchés financiers rend donc les mouvements de taux d'intérêt à la fois plus amples, mais aussi plus difficiles et plus coûteux; situation que l'on nomme « crise de balances des paiements » : si la mobilité des capitaux est forte dès que la probabilité qu'il y ait une dépréciation de taux de change n'est plus nulle, les détenteurs de la monnaie concernée la vendent massivement pour éviter la moins-value en capital¹⁰. Cette analyse semble correspondre à l'un des trois développements du modèle de Mundell-Fleming (tableau n° 2), qui introduit les anticipations de change (à la Dornbusch). Les mouvements internationaux de capitaux dépendent alors autant des écarts

⁹ Plihon D. « les taux de change »; Édition La Découverte, collection Repères, Paris 1991.

¹⁰ Artus P. « marchés financiers : internationalisation, mécanismes, risques et politiques », Documents de Travail de la Caisse des dépôts et consignations, Janvier 1990, in Problèmes Économiques n° 2167 du 21 Mars 1990.

de taux d'intérêt que des anticipations de change, supposées parfaites (identiques aux variations réalisées du taux de change). Si nous nous situons en régime de change fixe (sans crainte de dépréciation) le résultat est le même que dans le modèle de base.

La différence apparaît en situation de change flexible.

D'abord, si les capitaux sont immobiles, les anticipations n'intervenant pas, la PE est efficace. Mais si les capitaux sont mobiles, une hausse des dépenses publiques entraîne, à long terme, une appréciation du change. A court terme cette appréciation est d'autant plus forte que la baisse de prix (liée à l'appréciation) ne s'est pas encore produite. Il y a alors surajustement et la PE est inefficace¹¹.

Le deuxième développement du modèle de base endogénéise les prix (l'offre des biens), traite les deux régimes de change et arrive à des conclusions sensiblement différentes. En change fixe, quelle que soit la mobilité des capitaux, la stimulation de l'économie dope les prix et, réduisant la richesse réelle des consommateurs et la demande, diminue l'efficacité de la politique menée. En change flexible, avec faible mobilité des capitaux, le surcroît d'inflation provoqué par la dépréciation obtenue par une politique fiscale expansionniste réduit les effets de celle-ci. Dans le cas de forte mobilité, la baisse des prix (résultant de l'appréciation) permet une augmentation de production, même si la quantité de monnaie reste fixe¹².

La troisième voie consiste à introduire les effets de richesse.

Une double dynamique importante en change fixe, celle des prix et de l'endettement extérieur, entraîne à long terme une baisse des prix seule capable de compenser le déficit extérieur dû à la hausse de production et un accroissement de la dette. Ceci à la condition qu'il y ait stabilité. Celle-ci repose sur deux conditions. L'effet de la compétitivité sur la demande doit être fort (une hausse des prix réduit la balance commerciale en volume et la production et donc pousse à la baisse des prix).

La seconde condition pose qu'un accroissement de la dette extérieure réduise suffisamment la demande interne pour qu'il s'autocorrige, sinon les prix et la dette extérieure croissent indéfiniment. En change flexible, la dynamique est celle du taux de change et de l'endettement extérieur. S'il n'y a pas stabilité (elle s'obtient à deux conditions, l'accroissement doit freiner suffisamment la demande intérieure par effet de richesse pour s'autocorriger, le commerce extérieur ne doit pas être trop sensible à la compétitivité), la dépréciation du change améliore la compétitivité qui entraîne la hausse de la production et la réduction de la dette extérieure, d'où une nouvelle hausse de production, une hausse du taux d'intérêt pour assurer l'équilibre monétaire et une dépréciation nouvelle du change pour égaliser les rendements des actifs domestiques et étrangers.

L'introduction d'effets de richesse crée donc une contrainte de solvabilité externe qui peut interdire l'utilisation de la politique budgétaire (parce que inefficace).

Tableau n° 2 Les développements récents du modèle de Mundell-Fleming

¹¹ Artus P : « efficacité et limites de l'emploi de la politique budgétaire ». Revue Française d'Économie, n° 4, 1989; in Problèmes Économiques n° 2177 du 30 Mai 1990; pages 1 à 7.

¹² idem

		Faible mobilité des capitaux	forte ou parfaite mobilité des capitaux
		La PE est inefficace (quelle que soit la mobilité des capitaux la stimulation de l'économie entraîne une hausse de prix qui réduit la richesse réelle des consommateurs)	
Endogénéisation des prix (ou de l'offre)	taux de change fixe	La PE est inefficace (quelle que soit la mobilité des capitaux la stimulation de l'économie entraîne une hausse de prix qui réduit la richesse réelle des consommateurs)	
	taux de change flexible	La PE est inefficace (le surcroît d'inflation provoqué par la dépréciation résultat d'une politique fiscale réduit fortement l'efficacité de celle-ci)	la PE est efficace (si la monnaie reste fixe, l'appréciation génère une baisse des prix qui permet une augmentation de la production)
Anticipations de change (Pour R Dornbush les mouvements internationaux de capitaux dépendent autant des écarts de taux d'intérêt que des anticipations de change)	Taux de change fixe	Idem que le modèle de base (si on ne se situe pas dans une période où une dévaluation est crainte)	
	taux de change flexible	la PE est efficace les anticipations n'interviennent pas	la PE est efficace la PE est inefficace - A long terme : une hausse des dépenses publiques entraîne une appréciation du change - A court terme, l'appréciation est encore plus forte puisque les prix étant rigides la baisse des prix qui desserre la contrainte monétaire ne s'est pas encore produite : il a surajustement
Introduction des effets de richesse (l'efficacité du modèle de base est réduite alors que son inefficacité est renforcée)	les comportements à court terme ne sont pas modifiés - mais à long terme chaque stimulation fiscale entraîne un gonflement de la dette extérieure. La dépréciation du taux de change qui permet d'équilibrer la balance des paiements doit être continue, ce qui implique une hausse du taux d'intérêt domestique et une baisse de la production	En taux de change fixe, la dynamique importante est celle des prix et de l'endettement extérieur (s'il y a stabilité une baisse des dépenses entraîne à long terme une baisse des prix et un accroissement de la dette 2 conditions de stabilité : effet de la compétitivité sur la demande est fort, l'accroissement de la dette extérieure réduit suffisamment la demande interne pour qu'il s'autocorrige)	
		En taux de change flexible, la dynamique importante est celle du taux de change et de l'endettement extérieur (s'il n'y a pas stabilité, une dépréciation du change améliore la compétitivité qui permet d'augmenter la production et de réduire la dette extérieure, d'où un nouvel accroissement de la production qui pousse les taux d'intérêt à la hausse pour assurer l'équilibre monétaire ce qui suppose une nouvelle dépréciation du change pour égaliser les rendements des actifs domestiques et étrangers 2 conditions de stabilité : l'accroissement de la dette extérieure doit comme en change fixe réduire suffisamment la demande interne pour qu'il s'autocorrige mais de plus le commerce extérieur ne doit pas être sensible à la compétitivité)	

Vérifions cette optique à travers l'analyse du concept de solvabilité externe de l'État.

A long terme (une politique budgétaire structurelle en matière d'allocation des ressources ou de répartition du revenu, joue plutôt sur l'offre), la politique budgétaire doit internaliser l'existence de différences entre les pays en matière de dépenses publiques et d'endettement des administrations publiques.

Si la monétisation des déficits publics est exclue (cas de l'UEM), l'évolution du ratio dette publique/PIB s'en trouve déterminée autant par des exigences macroéconomiques

(taux de croissance du PIB et taux d'intérêt réel) que par la stratégie budgétaire adoptée (ampleur du solde public hors charges d'intérêt). Cependant, la diversité des niveaux d'endettement atteints par les pays occidentaux, notamment européens, rend inconcevable l'imposition d'une même contrainte à tous.

D'autre part, l'incertitude qui pèse sur le niveau des taux d'intérêt réels à long terme peut compromettre la viabilité de la politique budgétaire des administrations¹³. Si l'écart entre taux d'intérêt réel et taux de croissance reste élevé, la stabilisation du ratio dette/PIB exigera un excédent primaire des administrations, ce qui implique une rigueur budgétaire sur les années à venir. Si, par contre, cet écart se réduit progressivement, l'excédent primaire requis s'annule également, signifiant que la viabilité de la politique budgétaire (et donc la solvabilité de l'État) peut ne pas être affectée même si le solde effectif des administrations publiques est largement déficitaire. Ce qui contredit l'optique des effets de richesse.

Approfondissons notre raisonnement en reliant la notion de solvabilité aux deux notions de neutralité et de stabilité que l'on retrouve dans l'analyse du lien entre efficacité et comportement des consommateurs.

Neutralité et stabilité dynamique

Le fil directeur de la macroéconomie néo puis nouvelle classique est la référence au modèle de l'équilibre général walrassien. Celui-ci est façonné par deux propositions : autorégulation spontanée et inutilité de la politique économique.

D'après ce courant des non-interventionnistes, qui s'appuie sur le théorème d'équivalence de Ricardo-Barro, le gouvernement est soumis à une contrainte de solvabilité intertemporelle (ses excédents futurs - excès de recettes sur les dépenses - doivent couvrir la dette présente et les intérêts à payer sur cette dette). Un supplément de dépenses publiques peut être couvert soit immédiatement par des taxes, soit par émission de dette nouvelle qui donnera lieu dans le futur à la levée de nouvelles taxes de valeur actualisée égale aux impôts courants qu'il faudrait mettre en place.

Cela repose sur plusieurs hypothèses (les anticipations des consommateurs sont parfaites - comportement d'optimisation intertemporelle - ; les marchés sont parfaits et le taux d'actualisation est le même pour les consommateurs et pour l'État), et implique que le mode de financement est neutre. Or, si la hausse des dépenses publiques est transitoire, la politique budgétaire peut être efficace. Les consommateurs partagent leur revenu sur toutes les périodes futures, lissant leur consommation (suite à la baisse de leur revenu actualisé), dont la baisse instantanée reste faible : la demande de biens monte assez fortement à court terme (hausse des dépenses publiques et faible baisse de celles des ménages) et baisse faiblement et durablement par la suite, les dépenses publiques n'ayant plus de contribution. Mais lorsque la hausse des dépenses publiques est permanente, le revenu actualisé des ménages et la consommation baissent fortement (compensation par des impôts futurs de la hausse des dépenses de l'État à toutes les périodes futures).

¹³ Bensaïd Jean et Ponty Nicolas : « UEM un nouveau contexte pour la politique économique », Économie et statistique n° 243 mai 1991; in Problèmes Économiques n° 2246 du 23 Octobre 1991, pages 1 à 8.

Dans ce cadre monétariste et de la nouvelle macroéconomie classique, la stabilisation est effectivement inutile et la politique économique, par le biais de la politique budgétaire, devient inefficace. Friedman, en tentant de montrer que les délais des politiques monétaires et budgétaires sont longs et imprévisibles, conclue qu'essayer de stabiliser l'économie au moyen d'une politique contra-cyclique risque plutôt de la déstabiliser¹⁴. Il propose d'utiliser l'effet d'annonce qui constitue un instrument adéquat, et une alternative à l'intervention de l'État.

Pour les nouveaux classiques, même si les délais d'action de la politique économique étaient brefs et hautement prévisibles, la politique de stabilisation resterait incapable d'améliorer la conjoncture économique, dans la mesure où les agents prennent en compte dans la formation de leurs anticipations tout principe systématique, ou non, d'intervention des autorités. Toute tentative des autorités de compenser les fluctuations de la production et de l'emploi, résultant de la rigidité des salaires et des prix, est rationnellement anticipée par les agents qui fixent le niveau des salaires et des prix. Une politique de stabilisation, dans ce contexte, ne ferait qu'aggraver le problème de fond. Une politique active de stabilisation quand l'ajustement des salaires et des prix se fait facilement dans le court terme (contrairement à la situation décrite par la courbe de Phillips) semble donc inopérante.

Pour cette optique, en règle générale, des taux de change flottants réduisent tous les avantages potentiels d'une politique de stabilisation discrétionnaire. Pour sa part et pour les mêmes raisons, Hayek est amené à conclure à l'inutilité de toute politique économique.

Deux effets sont utilisés pour la démonstrations¹⁵.

«L'effet Lucas» pour lequel une politique monétaire qui comporte des à-coups ou qui est extrêmement variable, afin d'avoir un effet non anticipé sur l'économie, tend à engendrer une instabilité du niveau des prix qui dissimule les variations des prix relatifs.

« L'effet Friedman» ajoute que des taux élevés d'expansion monétaire même s'ils sont relativement réguliers et parfaitement anticipés, entraînent une instabilité du niveau des prix et des prix relatifs.

Cependant, «l'effet Mundell-Tobin» contredit cette optique car l'effet négatif d'une forte croissance monétaire peut être compensé : étant donné la fixité à court terme du stock de capital et le fait que la monnaie ne produit pas d'intérêt, une accélération de l'inflation réduit le rendement escompté des encaisses réelles et entraîne un arbitrage au détriment de ces dernières et au profit du capital.

Par ailleurs, selon la nouvelle conception de l'analyse macroéconomique (la théorie de l'équilibre réel du cycle conjoncturel), toute politique monétaire exogène n'aurait pas d'effets réels et le cycle économique serait un phénomène ressortissant exclusivement au secteur réel.

¹⁴ Friedman M. : a les effets d'une politique de plein-emploi sur la stabilité économique », *Economie Appliquée*, vol IV, 1951, pp.. 441-445

¹⁵ Chouraqui JC, Driscoll M. et Strauss-Kahn MO. : «que sait-on des effets de la politique monétaire sur le secteur réel ?», *Cahiers Économiques et Monétaires de la Banque de France*, n° 34/1989.

Dans ce cas la politique économique et monétaire ne serait même pas déstabilisatrice. Le cycle économique est non seulement indépendant de la croissance monétaire en termes nominaux mais constitue aussi une réponse souhaitable aux chocs intervenant du côté de l'offre. Ce qui a pour conséquence que les autorités monétaires n'ont plus de raison de jouer avec l'arbitrage entre croissance et inflation (dans ce cadre il n'existe pas d'arbitrage), et que la politique monétaire ne peut pas être incohérente dans le temps puisqu'elle n'est pas intégrée par les agents.

L'hypothèse de neutralité semble, cependant, problématique et nombre de tests économiques et d'auteurs la remettent en cause. Les imperfections des marchés qui impliquent que les consommateurs sont pénalisés, l'incertitude et les vues de court terme des ménages sont autant de variables qui font que la consommation réagit trop au revenu courant par rapport aux variations futures du revenu connues à l'avance. Une hausse des dépenses publiques, transitoire ou permanente, a son plein effet à court terme puisque aucune hausse compensatrice d'impôt n'est envisagée par les consommateurs.

Ainsi, Bourguinat¹⁶ critique la relation d'équivalence de Ricardo-Barro en montrant que l'hypothèse de ménages prévoyant avec précision l'évolution du système fiscal et de leur revenu futur est irréaliste, et que l'altruisme des générations actuelles au profit des générations futures paraît invraisemblable.

Eisner et Piepper ont, eux aussi, infirmé cette relation en montrant que la variation du déficit budgétaire avait un effet sur la dépense globale.

De même, Dupuy¹⁷ montre qu'il n'y a pas de relation statistique entre déficit budgétaire et taux d'intérêt à partir de (effet d'éviction financier).

Enfin, Hirschman critique ce courant non-interventionniste et oppose à l'optique de Friedman que l'effet d'annonce soulève un problème de gonflement de la masse monétaire par la contrepartie devises, alors que les marchés (des changes et financiers) influencent de plus en plus les politiques économiques nationales, pèsent sur les choix des Etats, et détiennent un pouvoir supérieur à la seule volonté des Etats¹⁸. Cette insertion accrue des pays dans un système économique mondialisé les oblige à prendre systématiquement en compte les contraintes internationales, sinon ils s'exposent à la «sanction des marchés». De plus afin de détendre la contrainte financière qui pèse sur eux, les Etats occidentaux ont utilisé les marchés pour faire circuler excédents et déficits.

Dans cet environnement la priorité des banques centrales est passée de la régulation conjoncturelle à la régulation structurelle, c'est à dire à la vérification de ce que les intermédiaires financiers ne prennent pas trop de risque par rapport au niveau de leurs fonds propres, de ce que les asymétries d'information, qui sont inéluctables, ne donnent pas lieu à des manipulations de marché. Comme les informations que possèdent les opérateurs sont quasiment les mêmes que celles dont disposent les autorités, il est d'une extrême importance d'entreprendre des actions véritablement crédibles. Car ce ne sont pas des objectifs rigides et l'obstination qui rendent une politique crédible, comme le souligne Blanchard, c'est le jugement par les marchés que le gouvernement poursuit une politique cohérente et sera capable de s'y tenir. C'est pourquoi la politique actuelle (française et européenne) n'est en fait pas crédible : les marchés estiment que son coût politique est devenu trop élevé et anticipent des changements à venir¹⁹.

¹⁶ Bourguinat H. : « les vertiges de la finance internationale » ; édition Economica, Paris 1987, 295 pages

¹⁷ Dupuy M. « déficit budgétaire américain, endettement américain et cours du dollar » ; LARE; Décembre 1986.

¹⁸ Gervais D. : « les marchés financiers, ou l'irresponsabilité au pouvoir » ; Le Monde Diplomatique, Janvier 1993, pages 18-19.

¹⁹ Blanchard Olivier: « pour un changement radical de politique économique » ; Le Monde du mardi 16 mars 1993, page 34

La crédibilité ne dépend pas seulement des intentions des responsables de l'action gouvernementale ni même de l'efficacité de leur politique, mais aussi de la viabilité des politiques elles-mêmes. En pratique cela signifie que le recours à l'instrument le plus direct pour agir sur le marché des changes, à savoir leurs interventions, doit pouvoir s'appuyer sur des modifications de taux d'intérêt. De telles modifications permettent tout à la fois d'augmenter le coût de la spéculation et de signaler clairement un infléchissement de la politique monétaire. Mais pour que cette stratégie soit efficace, le prix à payer est élevé et peut représenter un coût économique bien réel, le chômage, et parfois un coût politique important. Les autorités doivent tenir compte du fait que les opérateurs mettent leurs politiques monétaires en perspective, qu'ils intègrent dans leur jugement sur la crédibilité les autres éléments de la politique économique qui affectent l'inflation et les grands équilibres. Il faut que les marchés des capitaux soient convaincus que les ajustements de taux d'intérêt sont durables, et qu'ils seront maintenus sur une période suffisamment longue (ce qui remet en question l'idée de Barro et Gordon).

La crédibilité implique donc la confiance.

Pour que les opérateurs soient confiants, il faut qu'il y ait une cohérence entre la politique monétaire et les autres éléments de la politique économique, cohérence présente et future. Il faut qu'il y ait également une confiance dans la monnaie, pas seulement dans sa valeur réelle, mais aussi dans l'institution où elle est déposée²⁰.

En effet, dans un univers incertain et turbulent, la rationalité (qui est du domaine de l'information parfaite et de la maîtrise du futur) cède le champ à la crédibilité qui repose sur la solvabilité, sur la capacité de stabilisation (stabilité dynamique) et sur la confiance.

Pour obtenir la solvabilité, l'État peut soit augmenter les impôts soit réduire les dépenses ou encore monétiser les déficits en émettant de la monnaie qui se substitue à la dette. Ce qui implique que, pour des impôts et des dépenses données, une faible création monétaire initiale peut impliquer une forte création monétaire ultérieure facteur de hausse des prix : la rigueur peut entraîner plus tard l'inflation. Crainte qui a motivé le passage théorique de la notion de stabilité à la notion de stabilité dynamique. Ce concept implique que la relation d'interdépendance entre la dette publique et le produit intérieur brut reste identique dans le temps. Néanmoins, on peut imaginer un contexte de stabilité dynamique avec un ratio dette publique/PIB variable. Cette situation n'est tenable qu'à la condition que l'on ne franchisse pas le seuil de solvabilité et que les dépenses publiques soient de nature bien spécifique. En dehors de ce cas, des forces internes créent des tensions productives qui empêchent le ratio dette publique sur le produit intérieur brut de tendre vers une limite finie, et le système de devenir inerte. Dans les modèles Néo-cambridgiens, par exemple, la stabilité dynamique est assurée par l'existence d'une valeur « α » de la part des profits dans le revenu national et par l'existence d'une force endogène : l'inflation.

Crédibilité, convergence et coordination au sein de l'UE

²⁰ Lagayette Philippe: « la politique monétaire: les développements récents », la lettre de l'AFSE n° 23, Juillet 199, pages 10/13.

Aussi, lorsque les autorités réduisent les déficits publics, elles émettent un signal à l'intention des marchés financiers afin qu'ils anticipent une moindre demande de fonds prêtables de la part des administrations publiques et pour que s'accélère la baisse des taux d'intérêt. Une baisse des déficits publics signifie une augmentation des taux de prélèvements obligatoires et une réduction des prestations sociales impliquant une diminution des revenus disponibles des ménages. Cet effet négatif sur la consommation peut être compensé par une baisse du taux d'épargne. La baisse des taux d'intérêt entraînerait donc moins de placements à court terme, et plus de consommation à crédit. D'autant qu'au sein de l'UE, les partenaires de l'Allemagne ne bénéficient pas d'une crédibilité accrue qui leur permettrait d'accroître leur déficit budgétaire puisque les marchés financiers continuent d'y voir le signe d'un risque de dévaluation. Leur politique économique se retrouve donc totalement impuissante.

Le problème est de savoir si le contexte du traité de Maastricht est favorable à une plus grande efficacité de la politique budgétaire en tant qu'instrument national autonome de politique économique, ou bien nécessite une coordination plus étroite entre pays membres.

Nous avons examiné la situation du long terme avec la notion de solvabilité.

Mais lorsque l'on se place dans le court terme (fonction stabilisatrice de la politique budgétaire, qui joue principalement sur la demande), avec mobilité parfaite des capitaux et de taux de change fixes (cas de l'UEM), l'impact de la politique budgétaire nationale sur la production sera accru par rapport à une situation de changes flottants.

Ce résultat du modèle Mundell-Fleming (examiné plus haut) s'explique par le mécanisme suivant : l'effet d'éviction résultant d'une stimulation budgétaire est fortement limité puisque la mobilité des capitaux permet de financer, sans hausse des taux d'intérêt, le déficit public supplémentaire (si l'on considère un petit pays), et n'entraîne pas d'appréciation du change (qui serait préjudiciable au commerce extérieur).

Aussi, une politique budgétaire et fiscale appropriée pourrait être efficace en cas de choc, notamment en cas de choc d'offre récessionniste, car une baisse des cotisations sociales employeurs permettrait d'ajuster rapidement le coût salarial réel aux nouvelles conditions de l'offre²¹.

De même, en raison des rigidités, un choc exerce des effets persistants sur la production et le solde extérieur, les prix et les coûts relatifs du pays s'ajustant trop lentement. Dans ce cas, l'utilisation de la politique budgétaire est le seul instrument de politique économique disponible qui peut faciliter l'ajustement pendant la transition vers un nouvel équilibre de longue période.

En théorie, nous pouvons imaginer une autonomie totale des deux instruments, avec partage des tâches : la politique monétaire qui est une politique de long terme doit exclusivement se préoccuper du contrôle de l'inflation; alors que la politique budgétaire, politique de court terme, peut être utilisée à des fins anticycliques. Nous avons donc observé ces dernières années, dans certains pays, une tendance au relâchement de la politique budgétaire, les autorités pensant que le relâchement de celle-ci n'aura ni effet inflationniste ni effet d'éviction. Chaque pays a eu tendance à pratiquer une politique de déficit public puisque le coût (déficit extérieur ou hausse des taux d'intérêt) en est réparti sur l'ensemble de la communauté. Ces comportements génèrent un moindre frein au déficit budgétaire et il ne laisse pas de doute qu'il faille passer soit par un redressement de ces pratiques budgétaires, soit par un durcissement des politiques monétaires - déjà restrictives dans nombre de pays.

²¹ Bensaïd Jean et Ponty Nicolas; op cité.

Il y a donc un effet pervers du couplage implicite de la politique budgétaire et de la politique monétaire qui peut dégénérer ou engendrer des situations macroéconomiques sous-optimales.

Par exemple une politique monétaire trop restrictive (conduisant à des taux d'intérêt trop élevés) serait susceptible de mettre en cause la viabilité des contraintes budgétaires à venir. Par là même, elle perdrait toute crédibilité, puisqu'elle apparaîtrait intenable²². Le conflit d'objectifs interne/externe met aussi en cause la capacité des autorités monétaires à assurer en toutes circonstances la crédibilité de leur politique. Ce qui explique, du moins pour une part, les crises de change de 1993 : les marchés ont fini par penser que cette politique n'était plus crédible et une partie de la spéculation contre le Franc était motivée par la crainte qu'un changement de gouvernement puisse éventuellement conduire à un changement dans la politique économique, voire à l'abandon de la politique du Franc fort.

Deux solutions peuvent être envisagées, mais guère satisfaisantes

- compter sur les marchés financiers qui pénaliseraient les pays à fortes dettes publiques en exigeant des taux d'intérêt plus élevés, ce qui les ramèneraient à réduire leur dette; mais l'expérience a montré que les marchés ne sont pas en mesure d'assurer un tel contrôle automatique de la solvabilité.
- Ou alors imposer des règles strictes (un certain pourcentage de déficit budgétaire ou de dette publique) mais qui ont le grave défaut d'obérer la possibilité de poursuivre simultanément plusieurs objectifs macroéconomiques.

Le risque pour l'UE est de ne pas pouvoir maîtriser l'accroissement des dettes publiques nationales, car l'interdiction de la monétisation de la dette par la future BCE interdira tout recours à l'inflation.

Des deux solutions restantes - banqueroute de l'autorité insolvable, ou son renflouement par ses partenaires - seule la seconde paraît praticable. Elle suppose une véritable coordination des politiques budgétaires nationales qui demeureront, avec la politique monétaire commune, les principaux instruments de régulation macroéconomique. Il s'agira alors de coordonner l'ensemble des politiques budgétaires nationales avec la politique monétaire commune d'une part, et les politiques nationales entre elles d'autres parts.

Dans le cas d'un choc symétrique, ce sera une gestion coordonnée de la politique monétaire et des politiques budgétaires nationales, mais il est possible que certains membres cherchent à jouer les « passagers clandestins », laissant aux autres la charge d'opérer les ajustements nécessaires.

Dans le cas d'un choc spécifique à un pays ou un groupe de pays (choc asymétrique) la réaction implique des orientations différentes, voire opposées, impossible à s'appliquer à tous. Il faut alors déterminer si telle réaction est susceptible d'être stabilisante ou déstabilisante à l'équilibre de l'UE.

Du point de vue fiscal, dans une zone financièrement intégrée, seules une législation; une réglementation et une fiscalité communes sont concevables, faute de quoi c'est la logique des marchés qui s'imposera : les capitaux iront se placer dans les pays où la fiscalité est nulle et la déréglementation favorable. La concurrence qui s'instaurera risque d'opposer aussi bien des établissements, que des systèmes fiscaux et réglementaires

²² Enfrun B. : exposé introductif table ronde de clôture des Journées AFSE 1994 : «l'indépendance de la Banque de France» - La lettre de l'AFSE n° 23 - Juillet 1994

nationaux. Et dans la mesure où l'intégration financière devrait favoriser la dissociation entre épargne nationale et investissement dans chaque pays, le risque existe de voir chaque gouvernement favoriser fiscalement l'endettement de préférence à l'épargne.

La convergence doit donc être aussi bien nominale (taux d'inflation) que réelle (taux de croissance des PIB) et structurelle (structure par produits des échanges et qualité des phénomènes de spécialisation). La stabilité monétaire impose ainsi d'abord une contrainte de cohérence des évolutions macro-économiques et sectorielles entre les pays. Elle impose, ensuite, une contrainte de cohérence des politiques économiques : entre les actions menées aux niveaux national et communautaire pour favoriser les types de convergence; puis entre ces politiques et les principaux objectifs de l'intégration économique (notamment cohésion économique et sociale). Au sein de la communauté la convergence, réelle et nominale, a été réalisée mais en totale contradiction avec l'objectif de croissance (convergence vers le bas des taux de croissance) et avec l'objectif de cohésion sociale (maintien du chômage à un niveau élevé, augmentation du chômage de longue durée, aggravation des phénomènes d'exclusion)²³.

Conclusion

En somme, lorsque l'on écarte l'hypothèse d'inutilité de la politique économique, l'hypothèse de neutralité est remise en cause mais fait intervenir les notions de crédibilité, de solvabilité et de stabilité dynamique, conditions essentielles de l'efficacité de la PE. Celle-ci peut donc être saisie à travers la question de la possibilité de modification de situations de sous-emploi dues en grande partie à la rigidité des prix selon le régime de change. A priori les changes flottants purs augmentent l'efficacité de la politique économique puisque le pays n'est plus contraint par le problème des réserves nationales de devises. Mais en présence d'un choc, l'utilisation de la politique budgétaire reste le seul instrument de politique économique qui peut faciliter l'ajustement pendant la transition vers un nouvel équilibre de longue période. Ce qui fait que la PE doit être de plus en plus intense et prégnante et donc risque de perdre au fur et mesure de son efficacité. La latitude de modifications de parités dans un système de changes fixes est beaucoup plus étroite. Les effets à long terme sont négligeables, et il s'agit plus de freiner ou d'accélérer des ajustements requis ou nécessaires et donc jouer sur les variations de coûts. Les effets de manipulation des changes se consacrent donc essentiellement à court et moyen terme soit pour mettre fin aux déséquilibres des flux d'échange, soit tenter de résorber des situations de sous-emploi. Adopter un régime de changes flottants signifie que la manipulation des taux d'intérêt devient l'arme usuelle de la politique économique. Cette nécessité est renforcée par le phénomène de sur réaction ou « overshooting » (dépassement du taux de change potentiel d'équilibre par le taux de change spontané).

Ce phénomène induit des effets pervers alimentant les mécanismes de couverture à terme de plus en plus sophistiqués.

²³ Rollet P. : « convergence réelle, convergence structurelle et UEM », in « les défis de Maastricht : convergence, cohésion, subsidiarité », premier volume de la collection Jean Monnet en Economie, P. Maillet et T. Hitiris, l'Harmattan 1993.