

COMMENTAIRE

par Robert Weintraub (*)

L'économie américaine s'embourbe. J'ai commenté les communications de Michael Evans et de Paul Mc Cracken, en analysant les causes qu'ils avancent et les remèdes qu'ils nous proposent en face de cette situation. Je parlerai d'abord de l'article de Evans, puis de celui de Mc Cracken et pour terminer j'ajouterai quelques idées personnelles sur les erreurs que nous avons commises et sur ce que nous pouvons faire à ce propos.

Pourquoi cette situation, selon M. Evans

M. Evans attribue les maux de notre économie aux effets d'une politique fiscale néfaste et d'une mauvaise gestion de la politique monétaire. Ce point de départ n'est pas si mal choisi. L'auteur écrit « au cours des 15 dernières années, la politique fiscale fut axée sur une augmentation de la demande globale tandis qu'en même temps on se contentait de palabrer sur les problèmes concernant l'offre globale ».

(*) Membre du Joint Economic Committee.

Il désigne comme principaux responsables les changements intervenus dans le code des impôts, qui ont encouragé la consommation et découragé l'épargne, et l'accroissement des dépenses fédérales qui démarre vers le milieu des années soixante avec l'effort militaire dû à la guerre du Vietnam. Jusque-là il a raison.

En ce qui concerne la politique monétaire, Evans accuse le resserrement du crédit et la hausse des taux d'intérêt.

Cette combinaison, assure-t-il, a freiné la croissance réelle sans réussir à stopper l'inflation. Ce fut un échec parce qu'avant que les politiques de resserrement monétaire suivies par la Réserve fédérale n'eurent l'effet désiré, l'économie fut sévèrement atteinte. Ainsi des programmes de compensation (fiscal et monétaire) furent mis en œuvre qui eurent pour effet final de faire rebondir une fois de plus le taux d'inflation.

Comme je le dirai plus loin, cette partie de l'analyse me semble insuffisante.

Ce que nous devons faire, selon M. Evans

Ce dont nous avons besoin, dit Evans, « c'est d'une méthode équilibrée pour réduire la fiscalité sur les entreprises, l'impôt sur le revenu des personnes physiques et les dépenses publiques ». Je suis d'accord et le Congrès a légiféré sur les deux premiers points. Reste donc maintenant à réduire les dépenses publiques, ce qui inclut, si le Congrès l'admet, une réduction du budget prévu pour la Défense.

En ce qui concerne la politique monétaire, Evans refuse l'autoritarisme monétaire comme « auto-défaitiste ». Il réclame « un relâchement graduel... vers une baisse des taux d'intérêt ». De cela je dirai : « C'est absolument erroné », si nous n'arrivons pas à contrôler les dépenses budgétaires ; probablement erroné ou « verbiage sans portée » selon le type de « relâchement » appliqué, si nous contrôlons les dépenses.

Evans se préoccupe spécialement des problèmes de l'économie de l'offre. Il a, rappelons-le, attribué la cause principale de l'inflation aux changements apportés au code des impôts qui ont encouragé la consommation et découragé l'épargne. A ce propos, l'auteur soutient que les surtaxes fiscales imposées en 1968 sur le revenu des sociétés et des personnes physiques n'ont pas stoppé l'inflation parce qu'elles ont baissé le taux de rémunération de l'épargne et donc encouragé la consommation. Il y a un grain de vérité dans cette argumentation. Toutefois il est difficile de savoir dans quelle mesure cette baisse du taux d'épargne et cette hausse de la consommation moyenne des particuliers à la même

époque peuvent être imputées au fait que la surtaxation a fait baisser le taux de la rémunération de l'épargne ou au fait que ces mesures fiscales étaient temporaires. Blinder, par exemple, pense que ce dernier facteur en est responsable pour moitié. Quoi qu'il en soit, comme nous le dirons plus loin, il existe une explication alternative qui analyse le rôle de la politique monétaire dans les causes de l'échec de 1968.

Je ne discute cependant pas les mérites d'un accroissement du taux de rémunération de l'épargne et je partage l'avis d'Evans comme quoi les réductions de taux d'imposition marginale sur le revenu des personnes que le Congrès a votées cet été augmentent le taux d'épargne en accroissant la rémunération de l'épargne et cela à un degré très significatif. Malgré tout, je suis étonné de la régression qu'Evans utilise pour démontrer ce point. Il montre que le taux d'épargne augmente de 0,83 % chaque fois que le taux d'intérêt réel (rr) augmente d'une unité (c'est-à-dire d'un point de pourcentage) selon la formule :

$$rr = i(1 - t) - Pe_{04}$$

dans laquelle :

- rr = taux de rémunération réel
- i = taux de rémunération nominal
- t = taux d'imposition marginal
- Pe_{04} = taux d'inflation anticipé.

Evans dit : réduisez t ; rr augmentera et donc le taux d'épargne augmentera. Mais que devient Pe_{04} dans tout cela ?

La régression faite par Evans montre également que le taux d'épargne augmente de 0,73 % chaque fois qu'il y a une baisse d'une unité dans « le taux moyen d'imposition, l'impôt fédéral sur le revenu faisant la différence la plus importante ». Je ne comprend pas toutefois ce que signifie cette variable. Si l'on applique au calcul les valeurs qu'Evans propose, on trouve en résultat 0,073 % lorsque le taux d'épargne est égal à 0,5 % et que le taux réel de rémunération $rr = -0,2$. Mais à quel « taux de taxe moyen » le résultat 0,073 correspond-il ?

Même si je discute cette régression, je partage l'opinion d'Evans à savoir que réduire les taux d'imposition marginale constitue un des remèdes essentiels à la guérison de nos maux économiques. Cela en définitive accroîtra le taux de rémunération de l'épargne et également l'effort personnel ainsi que le goût du risque et l'esprit d'initiative. En retour, je suis prêt à parier que ces augmentations de rémunération submergeront les effets de revenu et augmenteront l'offre globale.

La demande globale augmentera elle aussi, mais pas suffisamment à mon avis pour accroître l'inflation. A ce propos, j'ai récemment énoncé dans un rapport certains résultats qui montrent qu'une réduction fiscale statique de 35 milliards (en dollars 1981) augmentera la croissance réelle

et le taux d'accroissement de la vitesse de circulation de M1 B d'environ un point en pourcentage dès l'année suivante. Ce changement dans la vitesse de circulation reflète l'augmentation de la demande globale. Si la croissance de la masse monétaire est constante, le taux d'inflation restera inchangé. C'est pourquoi je me réjouis avec Evans que le Congrès ait voté une réduction des taux d'imposition marginale. Je suis troublé par les mesures que propose Evans en politique monétaire. Il demande, ici encore, un « relâchement graduel... vers une baisse des taux d'intérêt ». Ceci est assez facile à recommander si nous compensons maintenant les réductions fiscales votées par la réduction des dépenses publiques. Si nous ne procédons pas ainsi, cette recommandation d'Evans est parfaitement erronée, puisque nous savons qu'il veut dire « augmenter la croissance de la masse monétaire ».

Depuis 1967, les déficits annuels cumulés ont atteint un total de plus de 400 milliards de dollars. La Réserve fédérale a augmenté nos moyens d'échange (pièces de monnaie, dépôts à vue et comptes de devises dans les banques de dépôt) afin de financer dans la proportion des 2/3 environ cette énorme somme. Il est incompréhensible pour moi que l'on puisse, comme le fait Evans, parler du resserrement monétaire opéré par la Réserve fédérale depuis les 14, 15 dernières années.

Le montant global de M1 B a augmenté à un taux annuel de 6,2 % de 1967 à 1980 contre 2,3 % seulement par an entre les années 1956 et 1966. Durant la période 1977-1979, ce taux de croissance atteignit en moyenne presque 8 % annuellement. Je reviendrait tout à l'heure sur cette question.

Pour l'instant, je terminerai la discussion de l'article d'Evans avec deux critiques de détail dont l'une est importante :

- Martin a servi sous cinq (et non quatre) Présidents des USA ;
- c'était Volcker, et non Miller, qui était Président de la Réserve fédérale en 1980. Ainsi, ce n'est pas Miller mais Volcker qui était le « membre de l'équipe » qui « augmenta la masse monétaire dans une tentative infructueuse pour contenir la croissance des taux d'intérêt à mesure que les élections de 1980 approchaient ».

J'attire l'attention sur le rôle joué par Volcker dans cette affaire, parce que cela donne de l'homme une image différente de celle qu'Evans en trace : « M. Volcker décida, par vengeance, de manifester son indépendance ». Il n'en fit rien. Il fit ce que Miller est accusé d'avoir fait.

Pourquoi cette situation, selon P. Mc Cracken

Paul Mc Cracken lui aussi attribue la responsabilité de nos nombreux maux économiques aux « politiques économiques de base et générales qui ont été appliquées ». Plus précisément il déclare que :

— « Les décideurs de la politique économique étaient contraints de poursuivre à tout prix des objectifs qui étaient irréalisables ».

— Ces décideurs « accordèrent une attention insuffisante au fait que les déficits doivent être financés ». Et « parce que nous avons échoué du point de vue analytique à fermer la boucle financière, nous avons manqué au principe essentiel que la science économique est censée nous enseigner : à savoir qu'il faut tenir compte non seulement des effets immédiats mais aussi des effets de répercussions ».

— En résultat, la discipline à respecter en matière de dépenses fut abolie.

— Les besoins financiers importants entraînés par les déficits qui en résultèrent (rappelons le chiffre : 400 milliards de dollars au total entre 1967 et 1981) exercèrent une pression sur la Réserve fédérale pour qu'elle autorisât une hausse des taux d'intérêt et une expansion du crédit excessives. Et l'autorisation fut accordée.

Vous admettez qu'entre l'opinion de M. Evans (que la Réserve fédérale « resserra la monnaie » durant les 15 dernières années) et celle émise par P. Mc Cracken (que le « fed » fut accommodant), je préfère l'avis de P. Mc Cracken.

Ce que nous devons faire, selon P. Mc Cracken

P. Mc Cracken insiste sur le fait qu'il faut réformer nos politiques et reconnaître que l'inflation n'est pas une suite de facteurs néfastes venant l'un après l'autre. Là, je dis « Amen ». L'inflation ce n'est pas cela. Il s'agit encore et toujours d'un même phénomène dû à l'augmentation rapide de la masse monétaire.

P. Mc Cracken demande en outre que nous reconnaissons le fait que l'inflation ne peut résoudre le problème du chômage. Ici encore il a raison. Enfin, l'auteur insiste pour que la gestion de la demande soit tenue sous un contrôle politique plus étroit. « La vieille idée que nous pouvons laisser en toute confiance ces décisions aux gens capables et avisés de la Banque centrale, aux fonctionnaires du Trésor et au Gouvernement en général perd aujourd'hui du terrain ». Je partage entièrement cet avis. Spécialement, nous devons verrouiller sur la croissance monétaire et donner à la Réserve fédérale un point d'ancrage qui protégera la politique monétaire contre les tempêtes politiques imprévues.

Mon opinion personnelle

A mon avis, les événements fâcheux d'après 1967 peuvent être attribués à un mauvais plan de gestion économique qui fut mis en place à l'époque et que nous avons suivi la plupart du temps jusqu'à maintenant. Ce plan comportait trois mesures politiques :

— Une politique fiscale dont l'objet était la gestion de la demande globale, à la baisse comme à la hausse, selon les besoins perçus en tenant compte des variations de recettes et de dépenses publiques induites par la performance de l'économie.

— Une politique monétaire, dont le but était de s'adapter à la politique fiscale.

— Une politique des revenus, dont l'objectif consistait à empêcher les prix et les salaires d'augmenter, du moins pas à un taux excessif.

Considérant les déficits que nous avons enregistrés, ce plan apparaît fatalement erroné. La politique des revenus n'empêchera pas l'inflation si la politique monétaire se contente de s'adapter aux déficits fiscaux, comme ce fut le cas général depuis 1967. Il est évident que l'inflation ne peut être contrôlée, si la croissance de la masse monétaire n'est pas elle-même contenue et contrôlée, même si le budget est en excédent. Les surtaxes fiscales de 1968 ont converti le déficit précédent en excédent, mais elles ne purent empêcher ni l'accélération de l'inflation ni la hausse des taux d'intérêt, parce que la croissance de la masse monétaire fut accélérée à l'époque dans le but d'éviter un « massacre fiscal ».

Comme il ressort du tableau à quatre quadrants ci-joint,

— il existe un lien très étroit entre les taux de croissance de M 1 B et du PNB en dollars courants. Cette relation prouve la stabilité à long terme qui caractérise le taux de croissance de la vitesse de circulation de M 1 B (voir T 1 B) ;

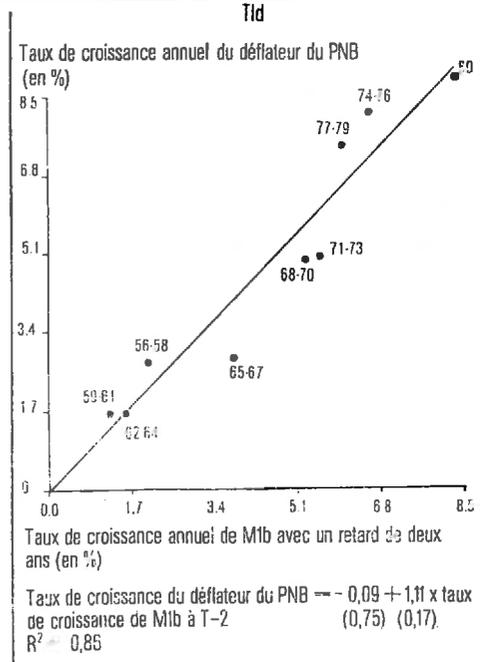
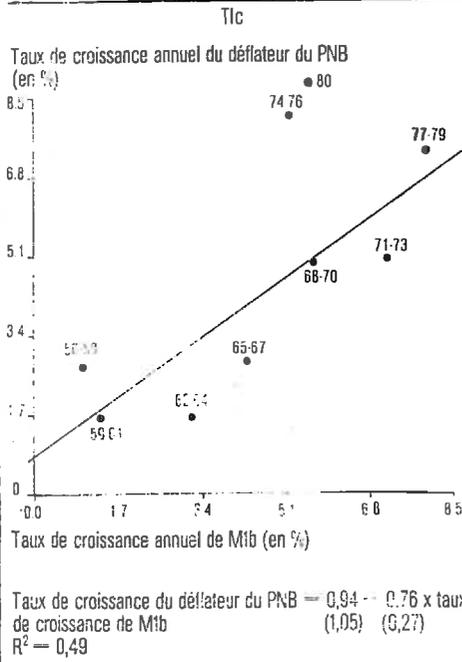
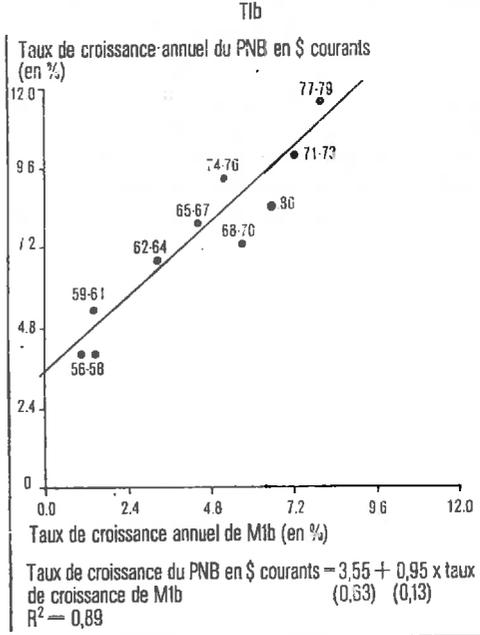
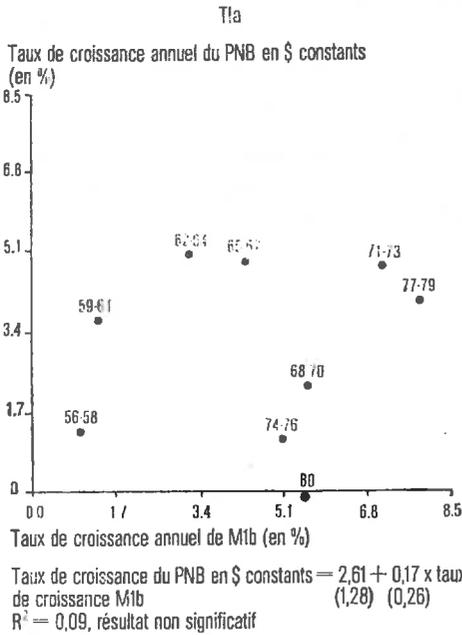
— il n'existe aucune relation concomitante entre la croissance réelle et la croissance de la masse monétaire (voir T 1 A) ;

— il existe une relation concomitante décelable entre la croissance de M 1 B et le taux d'inflation du PNB (voir T 1 C) ;

— il existe une étroite relation proportionnelle entre la croissance de M 1 B (après un délai de 2 ans) et le taux d'inflation de PNB (voir T 1 D). Ce retard révèle la rigidité qui règne dans les contrats, les réglementations et autres éléments des prix et des salaires.

Dans l'ensemble, les quatre quadrants du tableau indiquent que les augmentations de la croissance de la masse monétaire sont totalement annulées par l'inflation au cours d'une période de quelques années. Elles n'augmentent pas la croissance réelle.

TABLEAU I



Il est clair que si nous voulons stopper l'inflation, nous devons réduire la croissance de la masse monétaire à un taux voisin de zéro et maintenir ce taux sous contrôle.

Cela ne résolvera pas les nombreux et difficiles problèmes socio-économiques auxquels nous sommes confrontés. Toutefois, cela ne nous les rendra pas plus difficiles en quoi que ce soit. Cela facilitera, par contre la stabilité économique et y contribuera. Il serait bénéfique, répétons-le de restreindre efficacement les dépenses publiques. Finalement, nous n'avons pas besoin d'établir une politique des revenus.

COMMENTAIRE

par Edmond Malinvaud (*)

Tirant parti de son expérience américaine, le professeur Paul Mc Cracken considère les déboires de la politique économique reposant sur la gestion de la demande globale. Il se situe à un certain niveau de généralité et traite autant de la théorie des phénomènes que de leur manifestation aux Etats-Unis. Je me permettrai, dans le commentaire qui m'est demandé, de me situer moi aussi à ce niveau.

Le professeur Mc Cracken pose quatre excellentes questions à la fin de son introduction. Il s'étend surtout sur les réponses à donner aux deux premières ; il est plus bref et moins clair sur les deux dernières questions qui cependant intéressent le plus directement les responsables actuels de la politique économique.

J'ai peu à redire aux quatre premières parties qui expliquent pourquoi la politique suivie durant les années 1960 est en partie responsable des difficultés actuelles et pourquoi elle reposait sur une théorie trop simpliste des phénomènes. La théorie keynésienne était certes valable à l'époque pour l'étude des effets à court terme d'actions sur la demande globale ; mais la politique économique aurait dû se donner des objectifs à moyen et long terme ; en l'absence d'une bonne théorie de l'infla-

(*) Directeur général de l'Institut national de la statistique et des études économiques.

tion, l'analyse kynésienne ne permettait pas de bien étudier les répercussions à moyen terme d'une stimulation de la demande ; ces répercussions, qui étaient alors ignorées ou négligées, ont été la source de difficultés.

Mes points de désaccord sur ces quatre parties sont secondaires. La plupart d'entre eux s'inspirent de l'observation que le professeur Mc Cracken me semble à son tour faire preuve de naïveté quant à ce qu'est la théorie keynésienne et quant à la solidité de certaines conceptions modernes. Il paraît dire que l'on n'avait pas conscience jusqu'à présent des effets d'éviction provoqués par le financement du déficit budgétaire. Il accepte apparemment sans réserve des vues dont les fondements restent faibles : l'existence d'un « taux de chômage naturel » qui repèrerait le seuil en deçà duquel se manifesterait nécessairement une accélération du rythme d'inflation et vers lequel ramènerait une tendance spontanée, l'idée selon laquelle le contrôle de la masse monétaire permettrait une meilleure régulation que le contrôle des taux d'intérêt. Il présente comme excessivement brutales les hausses discrétionnaires du taux d'intérêt qui ont été adoptées au moment où la lutte contre l'inflation avait la priorité ; mais il considère apparemment comme normaux des niveaux encore plus élevés des taux s'ils résultent du resserrement progressif des liquidités qui est imposé par une norme de croissance de la masse monétaire. Sur ces divers points je serais sensiblement plus réservé que lui.

Comment pouvons-nous modifier la stratégie de notre politique économique en vue d'améliorer le rendement de notre économie ? Telle est la question cruciale, posée dans l'introduction et à laquelle la partie V se propose de répondre. La direction des changements à opérer est indiquée sans que soit d'ailleurs bien précisé jusqu'où ces changements doivent conduire.

Il faut d'abord tenir compte de la dimension internationale des phénomènes. Certes, mais des Européens risquent de considérer que ce précepte n'est pas en lui-même un changement, car nous n'avons jamais, de ce côté-ci de l'Atlantique, pu considérer la dimension internationale comme négligeable. Au point auquel nous en sommes arrivés, nous considérons même qu'elle impose une concertation internationale des politiques économiques. C'est un sujet sur lequel le professeur Mc Cracken est silencieux dans sa note actuelle, quoiqu'il reconnaisse implicitement les sources d'instabilité que comporte le libre jeu des changes flexibles.

Il faut plus généralement comprendre que les mécanismes de réaction de l'économie sont complexes et que, pour y faire face, la stratégie doit être complexe. Excellent précepte lui aussi ; mais qui pourrait s'avérer décevant en pratique si, devant les difficultés de compréhension de phénomènes complexes et d'élaboration d'une stratégie appropriée, la politique économique devenait purement passive.

Que devrait être la stratégie complexe en cause ? D'une part elle devrait comporter une « politique de l'offre » ou, comme on le dit depuis longtemps, des actions structurelles propres à accroître la capacité de l'économie à produire. Règle salubre ; plus facile à énoncer qu'à appliquer et qu'il ne faudrait pas pousser jusqu'à sacrifier systématiquement toute recherche de l'équité. D'autre part, « les Pouvoirs publics ne peuvent garantir le plein emploi sans tenir compte des développements intéressant les prix, les salaires et les autres facteurs de la vie économique ». C'est assez évident ; si la rentabilité des affaires devient trop basse, l'emploi baissera ; si l'inflation s'accélère dangereusement, une politique restrictive sera retenue au cas où aucune alternative ne semblerait possible. C'est bien pourquoi nous avons l'habitude depuis longtemps en France de penser qu'un des éléments de la stratégie complexe à retenir devrait être la politique des revenus, dont nous reconnaissons d'ailleurs volontiers les difficultés. Mais le professeur Mc Cracken n'en parle pas et doit donc la tenir pour négligeable.

Il faut enfin modifier le processus décisionnel par lequel la politique économique est arrêtée. Il ne faut plus s'en remettre aveuglément à la sagesse des experts (ici je me demande si le professeur Mc Cracken ne construit pas une fable sur les prises de décision passée). Il faut limiter le pouvoir discrétionnaire de l'exécutif, tantôt en transférant ce pouvoir au législatif, tantôt en légalisant des automatismes. Comment cette dernière idée s'accorde avec les conditions d'élaboration d'une stratégie complexe n'est pas dit.

C'est en proie à un certain malaise que je termine la lecture de cette partie V. Car j'en viens à conclure que l'objet n'en était pas de définir une stratégie alternative mais plutôt de convaincre que toute politique active de la demande, voire toute politique économique conjoncturelle, serait pernicieuse. La proposition consisterait alors à recommander un strict équilibre budgétaire et un rythme de croissance de la masse monétaire qui ne réagirait pas aux aléas de la conjoncture. La « main invisible » pourvoirait alors à la santé de l'économie.

La dernière partie me renforce dans l'idée que tel est bien le sens du texte. Le professeur Mc Cracken s'y félicite du retour du mouvement pendulaire qui pousserait l'opinion en faveur d'une telle ligne de conduite. Il y voit une chance pour les libertés, le droit et l'intérêt des citoyens pour la chose publique. Je serais naturellement enclin à lui demander comment, à la lumière de cette vision, il interprète les mouvements récents de l'opinion publique en France.

Je serai plus bref sur l'argumentation que le professeur Michael Evans développe pour démontrer la logique du programme économique du Président Reagan. L'argumentation est probante si l'on accepte d'une part le diagnostic porté quant à la source des difficultés passées, d'autre part la description retenue des comportements. Ni l'un ni l'autre ne sont conformes à ce qui fut dit et pensé pendant longtemps. Aussi ai-je

quelque peine à les accepter, tout en reconnaissant que leur énoncé amène à s'interroger valablement sur certaines des conceptions qui furent longtemps admises sans discussion.

Selon le professeur Evans l'économie des Etats-Unis souffre depuis vingt ans d'une surchauffe chronique due à une croissance trop faible de la productivité. En conséquence le programme Reagan vise à stimuler l'offre en relevant le rythme de progression de la productivité.

Faut-il accepter un tel diagnostic ? Certes, la mesure du degré de déséquilibre global entre l'offre et la demande peut donner lieu à des appréciations diverses, puisque à chaque moment la situation varie suivant les secteurs, les professions ou les régions. Quiconque met l'accent sur le chômage a tendance à juger que l'offre globale est excédentaire ; celui qui s'inquiète de l'inflation trouve au contraire la même offre insuffisante. Comme nous sommes bien obligés de retenir l'idée d'un certain arbitrage entre lutte contre le chômage et lutte contre l'inflation, quelque déplaisante que soit cette idée, nous devons aussi reconnaître que l'appréciation sur le déséquilibre global entre offre et demande ne traduit pas seulement la réalité de la situation mais aussi la priorité donnée à la politique économique.

C'est ainsi que j'interprète le diagnostic de surchauffe chronique comme l'expression d'une priorité quasi-absolue attribuée par le professeur Evans à la lutte contre l'inflation. En effet ce que je connais des réalités américaines ne me conduit pas à penser que la demande aurait été toujours et partout excédentaire, loin de là.

Pour résorber la surchauffe chronique et accroître l'offre globale, le professeur Evans pense pouvoir compter sur l'ensemble des mesures prises par l'Administration Reagan et tout particulièrement sur la réduction de l'imposition des revenus personnels. L'offre de travail va augmenter car elle est élastique par rapport à son taux réel de rémunération nette. L'accumulation du capital va s'accélérer car l'épargne est elle aussi élastique par rapport à son taux de rendement net ; l'investissement entraînera alors des progrès de productivité.

Je dois reconnaître qu'un ensemble de recherches économétriques récentes conduisent aujourd'hui à des valeurs plus élevées des deux élasticités en cause que celles précédemment admises comme vraies. En particulier l'idée, autrefois prédominante chez les économètres, selon laquelle l'épargne serait insensible au taux d'intérêt paraît maintenant devoir être abandonnée. Mais il me semble que le professeur Evans va trop loin dans le sens des révisions économétriques qui s'imposent. Les élasticités qu'il présente et qui fondent ses jugements paraissent nettement plus élevées que celles obtenues dans les travaux économétriques récents que je connais. Mon sentiment est donc que, même dans la logique qu'il retient, il surestime les effets bénéfiques qu'il attribue au programme économique du Président Reagan.

Au-delà des deux exposés des professeurs Mc Cracken et Evans, la discussion d'aujourd'hui donne l'occasion de s'interroger sur la portée réelle de la révision actuelle des idées quant à l'impact des politiques monétaires et fiscales. Les économistes doivent-ils accepter l'ensemble des notions simplistes sous la forme desquelles « l'économie de l'offre » est présentée au grand public et que certains de nos collègues américains paraissent cautionner dans ce colloque ? Quant à moi, je me refuse à le faire.

Si ces notions peuvent rencontrer un certain succès, c'est à mon avis parce que les économistes n'ont pas réussi à mettre sur pied, à l'intention du grand public, un message clair quant à la politique à suivre pour lutter contre la stagflation. Elaborer ce message est le véritable défi auquel nous sommes confrontés.

Mais les thèses rudimentaires qui sont actuellement diffusées dans de nombreux pays ne sont pas de véritables réponses à ce défi. Elles négligent totalement la difficulté des ajustements entre offres et demandes, alors que précisément cette difficulté est à l'origine de la stagflation. L'avenir démontrera, j'en suis sûr, l'inexactitude de ces thèses.