

Les banques centrales et le taux naturel d'inflation

Le choix d'un objectif de hausse des prix compris entre zéro et deux pour cent est arbitraire et s'avère contraire aux besoins des économies nationales. Ce qui condamne le principe de l'union monétaire tel qu'il a été défini à Maastricht.

Les gouvernements et les banques centrales de nombreux pays retiennent désormais des objectifs d'inflation pour guider leurs politiques monétaires et financières. C'est le nouveau dogme international de la politique monétaire. Il est adopté notamment par la Banque de France et le sera, demain peut-être, par la Banque centrale européenne si la monnaie unique devient une réalité.

Un tel objectif se caractérise par sa permanence dans le temps car il est souvent inscrit explicitement dans les statuts de la banque centrale, et son unicité dans l'espace : Il suppose que le même taux d'inflation est toujours bon pour une économie nationale et que le même taux d'inflation est également bon pour toutes les économies nationales. Il est supposé universellement valide, aussi bien pour le Canada, la Nouvelle-Zélande, l'Allemagne, la France, la Belgique, la Grèce, l'Espagne que pour le Brésil ou l'Argentine. Certes, pour ces deux derniers pays on aura quelques doutes et l'on concédera que les caractéristiques politiques particulières y justifient peut-être l'impossibilité d'y obtenir des taux d'inflation aussi modérés qu'en Suisse ou en Allemagne. Mais un même taux devra s'appliquer évidemment à tous les pays d'Europe occidentale en cas de réalisation d'une monnaie unique.

L'expérience des années 80 et 90 et les développements théoriques récents montrent que ces postulats sont faux et que les politiques qui s'en inspirent sont par suite non fondées et néfastes pour la croissance, l'emploi et la prospérité.

C'est d'ailleurs ce que reconnaissent implicitement les gouvernements lorsqu'ils tolèrent des objectifs d'inflation légèrement différents d'un pays à l'autre. Ce pourrait être sous l'effet d'un simple choix aléatoire. Mais les défenseurs du dogme soutiendront plutôt que c'est simplement sous la pression politique de certains groupes qui "aiment l'inflation" parce que celle-ci constitue une "politique de facilité" qui les avantage. Sans plus d'explication. Dans cette vision manichéenne les gouvernements représentent la raison et la vérité. Les groupes qui demandent une politique monétaire autorisant la croissance représentent eux l'erreur et la veulerie. Le choix d'un taux d'inflation non nul représenterait alors une concession à l'irrationalité politique.

Mais une raison plus profonde de la concession faite par les tenants du dogme au choix d'un taux d'inflation non nul tient à ce qu'ils reconnaissent implicitement l'insuffisance de l'analyse économique qui fonde leur conviction.

Dogme et neutralité monétaires

De divers côtés, on s'interroge sur ce que devrait être une bonne politique pour les banques centrales : peut-elle et doit-elle suivre des règles simples et automatiques de détermination des taux d'intérêt et de la croissance monétaire, et éventuellement lesquelles ? (voir notamment le *Financial Times* du 22 juillet 1996, *The Economist* du 10 août, *Financial Times* du 15 août). Ces réflexions tournent autour de la nécessité de pratiquer une politique monétaire qui tiennent compte non seulement d'un objectif absolu d'inflation mais également de l'emploi et de la croissance économique, ce qui implique que la politique monétaire n'est pas sans conséquence sur l'équilibre réel de l'économie et ne peut être définie une fois pour toutes sans égard pour la

situation conjoncturelle.

Même parmi les tenants du nouveau dogme monétaire personne ne conteste que le choix d'un objectif d'inflation soit arbitraire : pourquoi deux pour cent plutôt que zéro ou moins trois pour cent, ou plus quatre ? Aucun gouverneur de banque centrale ne saurait le dire précisément. C'est que cette conception repose sur une théorie, celle de la neutralité à long terme de la monnaie, qui rend le choix d'un taux d'inflation essentiellement arbitraire parce que sans influence sur le niveau réel de l'activité économique. Théorie aujourd'hui réfutée par l'analyse et l'expérience.

Selon cette théorie, développée initialement par Milton Friedman et Edmund Phelps en prolongement des conceptions anciennes de la monnaie comme simple "voile" recouvrant les équilibres réels, la quantité de monnaie en circulation dans une économie n'influe, dans le moyen et le long terme, que sur le niveau général des prix sans affecter en quoi que ce soit le niveau de l'activité de production et de consommation. C'est dire que le taux d'inflation peut être quelconque. La monnaie agit uniquement sur les prix mais reste fondamentalement neutre vis-à-vis de l'activité.

Cette analyse est contraire au constat de la courbe de Phillips qui mettait en évidence, dans les années 60, une relation inverse entre l'inflation et le chômage, ce dernier étant lié à la croissance de la production. Plus d'inflation stimulait la production et réduisait en conséquence le chômage, moins d'inflation produisant l'effet inverse. Il en résultait ainsi une gamme de choix de politique macro-économique pour les gouvernements qui pouvaient réduire le chômage en stimulant une inflation qui entraînait plus de croissance. Inversement toute politique de désinflation devait réduire l'activité, donc accroître le chômage.

A la fin des années 60, Friedman et Phelps ont soutenu que cette relation ne valait que dans le court terme, dans la mesure où les acteurs économiques n'avaient pas prévu l'inflation, se laissaient surprendre par elle et ne réajustaient pas assez vite leurs prix et leurs salaires pour y faire face. Les producteurs croient, selon ces auteurs, que la hausse des prix vient d'une accroissement de la demande de leur produits et de leurs services alors qu'elle ne traduit que l'accroissement des signes monétaires en circulation. Ils augmentent donc temporairement leurs offres en période de hausse des prix jusqu'à ce qu'ils se rendent compte qu'en réalité l'inflation a ramené leur rémunération à son niveau antérieur. La hausse des prix a été compensée par la hausse des coûts et leur revenu réel est inchangé.

Ils réduisent alors leur production à son niveau d'équilibre précédent et il n'y a pas d'accroissement de production, seulement inflation. Cette dernière ne sert donc à rien. Au contraire, avec le temps, les agents économiques apprennent à prévoir correctement l'inflation suite à une politique d'expansion monétaire, et ils réajustent leurs prix sans modifier leur offre de travail ou leur production. La courbe de Phillips à long terme est alors verticale (Figure 1). Les gouvernements ne peuvent pas stimuler durablement la croissance et l'emploi.

Cette analyse est formalisée théoriquement par les théoriciens des anticipations rationnelles, dont Robert Lucas, pour lesquels les agents économiques ne sont jamais dupes des manipulations monétaires auxquelles se prêtent les gouvernements. La courbe de Phillips pourrait alors être verticale même à court terme. Une politique de désinflation n'aurait aucun effet récessif. Elle ne comporterait aucun coût réel.

Dans ces conditions l'inflation ne présente plus aucun avantage mais uniquement des inconvénients: chacun la prévoyant essaie de minimiser sa détention de monnaie pour éviter la dépréciation de ses avoirs, ceux qui ne calculent pas assez vite sont victimes de l'impôt d'inflation au profit de ceux qui sont plus habiles à anticiper la hausse des prix.

Certes lorsque les économistes essaient de chiffrer ces inconvénients ils arrivent à des sommes extrêmement faibles. Mais peu importe finalement que les inconvénients soient importants ou faibles car l'inflation ne présentant pas d'avantage réel, tout coût, même minime, doit être comparé à un avantage nul. Il devient donc rationnel de combattre toute inflation.

Dans ce cas une inflation nulle devrait être la meilleure, voire une inflation négative dans la théorie de Friedman des années 50 sur la quantité optimale de monnaie, car elle permet de rémunérer la détention d'encaisses liquides qui ont une utilité économique et doivent être encouragées par une rémunération positive (un revenu) impossible à verser sur des billets de banque.

En pratique toutefois aucun gouvernement ne préconise une inflation réellement nulle, ou un objectif de stabilité totale du niveau des prix sur le moyen terme qui impliquerait que toute période d'inflation soit compensée par une période de déflation équivalente (voir Christopher J. Neely et Geoffrey E. Wood, "Deflation and real economic activity under the gold standard", *Review de la Federal Reserve Bank of Saint Louis*, septembre-octobre 1995). Ce qui signifie que les autorités monétaires reconnaissent implicitement qu'un peu d'inflation doit être une bonne chose pour l'activité réelle.

Coût réel de la désinflation

C'est que déflation a réellement des inconvénients pour l'activité économique déjà noté pour la période de l'étalon-or dans l'article cité ci-dessus, malgré tous les efforts des auteurs pour aboutir à la conclusion inverse. Des travaux économiques récents, en particulier ceux de Laurence Ball de l'université Johns Hopkins, ainsi que toutes les expériences de désinflation des années 80 montrent que les politiques monétaires restrictives ralentissent la croissance et accroissent le chômage. C'est ce que prouve l'analyse de 65 cas de réduction d'une inflation modérée depuis le début des années 60 dans les pays de l'Ocde effectuée par Ball en 1993 ("What determines the sacrifice ratio ?" *NBER working paper n° 4306*). Réduire l'inflation demande un sacrifice en termes de croissance.

En somme, la courbe de Phillips à court terme existe.

Mais jusqu'à présent l'explication de son existence restait insatisfaisante, formulée uniquement en termes d'illusion monétaire des agents économiques, et d'erreurs de prévision. Ce qui paraissait irrationnel. Aujourd'hui cependant de nouvelles explications sont proposées qui fondent théoriquement cette relation confirmée par l'observation. Ces analyses éclairent aussi ce qui paraissait une faiblesse du concept de Phillips, à savoir l'instabilité dans le temps de la relation qu'il mettait en évidence : comment cette relation pouvait-elle être fondamentale et de quelle utilité pouvait-elle être comme guide de la politique macro-économique si elle se déplaçait d'une année sur l'autre ?

Les nouvelles théories partent d'une nécessité logique reconnue à la fois par Friedman et par les keynésiens, qui est aussi une donnée de l'observation des économies réelles : la rigidité des prix. C'est parce que les prix ne s'adaptent pas instantanément aux variations de la masse de monnaie que la politique monétaire exerce des effets réels sur la conjoncture. Si les prix restent inchangés en termes nominaux, une augmentation de la masse monétaire crée des revenus supplémentaires et donc une demande supplémentaire de biens et services, ce qui stimule la production. Inversement une baisse de la masse monétaire détruit des revenus et diminue par conséquent la demande réelle de biens et services. C'est ce que Friedman souligne à de multiples occasions dans son Histoire monétaire des Etats-Unis lorsqu'il attribue plusieurs épisodes de récessions graves, y compris la Grande Dépression des années 30, à la gestion monétaire indûment restrictive du Federal Reserve System.

Cependant le constat d'un coût réel de la désinflation (une courbe de Phillips à court terme qui ne soit pas verticale) ne suffit pas à désarmer les partisans du dogme. En effet ils en tirent argument pour soutenir qu'il faut d'autant plus éviter toute période d'inflation qu'ensuite il faudra payer un prix élevé en termes de ralentissement de l'activité et d'augmentation du chômage pour revenir à un taux d'inflation bas, et même nul si possible. Puisque l'inflation est censée ne pas avoir d'effets positifs, et que la désinflation ultérieurement indispensable sera coûteuse, il semble bien absurde en effet de se laisser aller à une inflation temporaire qui ne sera que plus coûteuse à combattre.

La réponse à cette argumentation "vertueuse" consiste à expliciter ce que la plupart des observateurs ressentent de façon intuitive mais n'ont pas réussi jusqu'à présent à formuler de façon rationnelle et économiquement fondée : la rigidité des prix a une raison d'être économique. En d'autres termes elle est "optimale" comme le montre l'économiste de Harvard Gregory Mankiw ("Small menu costs and large business cycles : a macroeconomic model of monopoly", *Quarterly Journal of Economics*, 1985). Elle fonde par conséquent l'existence d'une courbe de Phillips qui n'est pas due simplement à des erreurs des agents économiques mais à un comportement économique rationnel.

D'autre part, comme le montrent Ball et Mankiw ("Relative-price changes as aggregate supply shocks", *Quarterly Journal of Economics*, Février 1995) les chocs qui perturbent en permanence les divers marchés que comporte l'économie vont déterminer, à travers les comportements de modification relativement lente des prix, une augmentation variable du niveau général des prix proposés par les entreprises, c'est-à-dire un déplacement de période en période de la courbe de Phillips à court terme.

On peut alors déduire de ces analyses, comme je le propose dans le présent article, l'existence d'un taux d'inflation "naturel" ou "optimal" qui correspond au plein emploi, c'est-à-dire au taux structurel ou "naturel" de chômage dont l'existence est reconnue par tous les économistes contemporains à la suite de Friedman et Phelps.

Le taux "naturel" d'inflation est propre à chaque pays et à chaque période. Il s'ensuit que vouloir fixer une fois pour toutes le taux d'inflation, quel que soit le pays et l'époque, ne peut que provoquer des effets réels, et notamment des récessions chroniques chaque fois que l'objectif, arbitraire, d'inflation sera fixé trop bas. Ce qui condamne le dogme monétaire actuel.

L'inflation non monétaire

Avant que Milton Friedman ne proclame que l'inflation "était partout et toujours un phénomène monétaire", c'est-à-dire qui n'intervenait qu'à la suite d'une augmentation de la masse monétaire en circulation dans une économie, de nombreux auteurs avaient souligné l'existence d'une inflation résultant par exemple de la hausse de certains prix sur certains marchés : les matières premières, le travail, l'énergie. En somme une inflation "par les coûts". La faiblesse de ce concept venait de ce qu'il fallait bien un accroissement des signes monétaires en circulation pour que cette inflation devienne effective, soit "validée". De plus, si elle est répercutée immédiatement dans les prix de vente des biens et des services elle ne devrait pas exercer d'effet sur la production. Or ce que viennent de montrer Ball et Mankiw permet de reprendre ces analyses de façon plus satisfaisante.

Selon ces auteurs, les prix se modifient en permanence sur les divers marchés qui composent une économie. Mais les entreprises ne vont changer leur tarifs que lorsque les hausses de coûts qu'elles subissent dépassent une certaine ampleur, parce qu'il est coûteux de changer des tarifs, des menus et des catalogues. Cela demande des efforts et des ressources et cela complique le fonctionnement quotidien de la firme. Il est donc rationnel pour l'entreprise de n'accepter ce coût

que lorsque le changement de prix est vraiment important et nécessaire. La plupart d'entre elles ne modifient leurs prix en moyenne qu'au bout de deux ou trois années.

De ce fait, les hausses de coûts importantes vont se traduire par des hausses de prix, tandis que les faibles hausses laisseront les prix inchangés. Par suite, les changements permanents des prix relatifs dans l'économie ne vont pas laisser le niveau général des prix inchangé.

Lorsque quelques hausses importantes se produisent en même temps qu'une multitude de faibles baisses le niveau général des prix va néanmoins augmenter parce que seules les premières vont être répercutées, les entreprises ne modifiant pas leurs tarifs pour de faibles baisses de coûts.

Il s'ensuit que les modifications des prix relatifs dans l'économie vont se traduire selon la distribution statistique de ces changements, par des hausses ou par des baisses du niveau général des prix, c'est-à-dire de l'inflation. L'exemple type en est la hausse du prix du pétrole dans les années 70.

Cette conclusion cependant est contraire à la théorie classique qui établit une séparation totale entre les mouvements de prix relatifs sur les marchés, et l'évolution du niveau général des prix qui ne dépend que de l'évolution de la masse monétaire en circulation. Ici nous avons une modification de l'inflation (niveau général des prix) qui est déterminée par des mouvements des prix relatifs.

C'est en somme une inflation d'origine réelle et non pas monétaire. Elle tire son existence des mouvements de prix relatifs joints à la rigidité des prix que pratiquent les entreprises.

Dans ce cas, si la politique monétaire est inchangée, la masse monétaire nominale restant constante, des biens et services en moyenne plus coûteux vont se disputer des moyens de paiement inchangés, ce qui équivaut à une réduction de la masse monétaire réelle. Les agents économiques sont appauvris et l'activité se ralentit. La politique monétaire bien que constante en termes nominaux est devenue plus restrictive en termes réels.

En nous reportant à la courbe de Phillips (figure 2) les chocs inflationnistes qui ont majorés les prix de vente ont déplacé la courbe de Phillips à court terme vers le haut.

Or les politiques macro-économiques peuvent jouer sur la combinaison de chômage et d'inflation de la courbe de Phillips à court terme, mais un équilibre compatible avec le plein emploi ne peut être obtenu qu'à l'intersection avec la courbe de Phillips à long terme qui correspond au taux "naturel" de chômage.

Cette intersection définit ainsi le taux d'inflation compatible avec le plein emploi (compte tenu des caractéristiques du marché du travail et des structures de l'économie).

J'appelle ce taux d'inflation le taux d'inflation naturel. Il correspond en effet au taux de chômage "naturel" et donc au plein emploi.

Mais c'est la politique monétaire qui détermine le taux d'inflation qui va finalement prévaloir dans l'économie. Elle peut autoriser la réalisation du taux d'inflation "naturel" ou déterminer un taux supérieur, ou le fixer à un niveau inférieur. Le taux d'inflation observé est un taux d'inflation "permis", qui ne correspond pas nécessairement au taux d'inflation "requis" pour abaisser le chômage à son minimum.

Il y a donc une politique monétaire qui fait coïncider chômage courant et chômage naturel ou taux de chômage minimal d'équilibre. Donc une politique monétaire "d'équilibre réel" en quelque sorte dans le court terme. Elle fait correspondre au chômage minimal un certain taux d'inflation.

Ce taux d'inflation "naturel" s'obtient à l'intersection de la courbe de Phillips à court terme et de la courbe de Phillips à long terme. Il n'a pas de raison particulière d'être nul. Selon la position de la courbe de Phillips à court terme il peut être nul ou positif ou négatif.

Dans l'exemple de la figure 2, si l'inflation augmente pour tous les taux de croissance (et de chômage) en raison de modifications des coûts dans l'économie, de la position de Phillips 1 à la position de Phillips 2, une politique monétaire qui se fixerait un objectif d'inflation au niveau TNI1 devrait devenir très restrictive et conduirait à un chômage conjoncturel très élevé TCC, très supérieur au taux de chômage naturel TCN.

On pourrait aussi interpréter le cas d'une économie caractérisée par la courbe de Phillips 2 (la France) qui essaierait d'obtenir le taux d'inflation TNI1 caractéristique d'une économie voisine ayant une courbe de Phillips 1. Elle adopterait en permanence une politique monétaire trop restrictive pour sa situation, ce qui provoquerait un "sur-chômage" permanent (les 12,5 % actuels comparés au niveau de chômage "structurel" que les spécialistes chiffrent à environ 7%).

L'argument des banquiers centraux pourrait être, dans ce cadre, qu'après une telle cure de sur-chômage, l'économie 2 finira par réagir comme l'économie 1 et sa courbe de Phillips redescendrait vers la position de Phillips 1, celle du pays voisin. Mais rien n'indique qu'il doive en être ainsi si les structures des deux économies restent différentes et si les chocs qui affectent leurs divers marchés diffèrent aussi. De plus la courbe de Phillips de chaque pays va se déplacer au fil du temps et rien ne garantit que ces déplacements convergent.

La conclusion est donc qu'il convient de définir la politique monétaire par rapport au taux d'inflation "naturel", celui qui permet de réduire le chômage à son niveau incompressible, plutôt que de se fixer un objectif d'inflation arbitraire et inflexible qui est susceptible de susciter des ravages dans l'économie réelle.

Dans ces conditions, une politique monétaire commune à deux pays ne saurait être indiquée que si l'on peut prouver que les courbes de Phillips sont strictement superposées et le resteront au fil du temps.

Le moment est donc venu de réexaminer l'ensemble de politiques monétaires (et donc de change) qui ont été élaborées dogmatiquement sur des bases incomplètes et fragiles. Les praticiens de l'économie l'ont compris depuis longtemps. Les économistes l'expliquent mieux aujourd'hui. Il ne reste plus qu'aux autorités monétaires de reconnaître le caractère inutilement réducteur et dangereusement répressif d'instruments rudimentaires de pilotage qui enferment nos économies dans un sous-emploi chronique.

JJR