

LA THÉORIE DU *POLICY-MIX* : UN BILAN CRITIQUE

Jean-Baptiste DESQUILBET et Patrick VILLIEU*

PEUT-ON encore parler de *policy-mix* à l'heure où l'autonomie des politiques monétaires nationales est singulièrement limitée par la mobilité des mouvements internationaux de capitaux, où les banques centrales revendiquent leur indépendance, où les politiques budgétaires sont sévèrement contraintes par les niveaux élevés de dette publique? Sur le plan empirique, la réponse à cette question est clairement affirmative, puisqu'en dépit de l'élargissement de leur intégration monétaire et financière, les nations de l'OCDE ont su adopter des *policy-mix* différents lors du dernier cycle économique (1986-1995)¹. Même dans la Communauté européenne, certains pays ont choisi de s'affranchir des règles du SME, ou profité de l'extension des marges de fluctuation en août 1993, afin d'opter pour une combinaison de politiques économiques plus favorable à la stabilisation interne de l'activité. En fait, plus que d'une remise en cause du *policy-mix*, l'internationalisation croissante des économies a conduit à un changement du contenu du *policy-mix*, en mettant l'accent sur la coordination internationale des politiques économiques autant que sur la coordination interne entre les instruments monétaire et budgétaire, et en insistant sur les mécanismes institutionnels permettant cette coordination, parmi lesquels le statut des banques centrales et le régime de change.

31

Sur le plan théorique, la problématique du *policy-mix*, définie comme l'articulation optimale entre politique monétaire et politique budgétaire, a également connu un changement de nature, reflétant la modification conceptuelle ayant affecté les politiques économiques elles-mêmes. Le *policy-mix* a d'abord été envisagé comme un problème d'affectation optimale des instruments aux objectifs, à partir de l'article

* LEO-IOF UMR 6586, université d'Orléans, décembre 1997. Une première version de cet article a été présentée en séminaire de recherche du Laboratoire d'économie d'Orléans (LEO, UMR 6586). Nous remercions, sans les impliquer, les participants, et tout particulièrement Anne Lavigne et Jean-Paul Pollin, pour leurs commentaires.

fondateur de Mundell (1962), qui, en lien avec le principal fait saillant de l'époque, à savoir l'ouverture des économies et la mobilité des capitaux, préconise l'affectation de la politique monétaire à l'équilibre externe et l'affectation de la politique budgétaire à l'équilibre interne. Le débat subséquent entre « monétaristes » et « keynésiens » sur l'affectation adéquate résulte des hypothèses sous-jacentes au calcul des multiplicateurs monétaire et budgétaire : degré d'ouverture de l'économie, mobilité des capitaux, nature des anticipations, flexibilité des prix, différences d'horizon... Néanmoins, cette analyse ne résiste pas au changement méthodologique majeur de ces trente dernières années concernant les politiques de stabilisation : comme le soulignent Kydland & Prescott (1977), la politique économique est un jeu contre des agents rationnels et non un jeu contre la nature. Dans cette optique, les multiplicateurs statiques deviennent instables et les problèmes d'inconséquence temporelle exigent de s'intéresser aux règles de politique économique praticables à long terme : les politiques de stabilisation se conçoivent mieux dans le cadre d'un jeu stratégique que dans le cadre d'un problème de contrôle optimal². D'abord envisagée sous le seul angle de la politique monétaire (un jeu stratégique entre l'ensemble des agents privés – le « public » – et l'autorité monétaire), l'analyse a été ensuite étendue à des modèles à trois « joueurs » : les autorités monétaire et budgétaire, et le « public ». En conséquence, *les interrogations sur le policy-mix se sont transformées : l'analyse s'est déplacé du problème de l'affectation des instruments aux objectifs vers celui de la coordination entre les autorités de politique économique.*

Ainsi, bien que l'accent ait pu être, un temps, exclusivement porté sur les problèmes de crédibilité de la politique monétaire dans un contexte de lutte contre l'inflation, la question du *policy-mix* est réapparue dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix³, avec les interrogations sur la stabilité dynamique des politiques économiques (Sargent & Wallace (1981)), poursuivies dans la littérature sur les problèmes stratégiques entre autorités monétaires et budgétaires. Le mode de financement des dépenses publiques est en effet le lieu d'une interdépendance entre instruments, non prise en compte par les premières analyses du *policy-mix*, pouvant conduire à un conflit entre politique monétaire et politique budgétaire dans la contrainte budgétaire intertemporelle de l'État. L'indépendance des banques centrales notamment peut mettre les autorités monétaire et budgétaire en situation de jeu stratégique, où chacune poursuit son propre objectif, sans se soucier de la cohérence d'ensemble du *policy-mix*. L'indépendance des banques centrales soulève ainsi des problèmes de coordination entre autorités monétaire et budgétaire.

En fait, la transformation de la vision du *policy-mix* comme problème d'affectation en problème de coordination était latente dès les prémices de la théorie du *policy-mix*, et, assez curieusement, ce type de conflit stratégique peut s'appréhender comme la conséquence directe de l'analyse de Mundell lui-même. Pourquoi en effet affecter les instruments aux objectifs? En théorie, une autorité unique de politique économique pourrait adopter d'emblée les politiques monétaire et budgétaire optimales. En pratique, cependant, Mundell (1962) justifie le *policy-mix* par un argument de division du travail : il vaut mieux répartir les instruments de politique économique entre autant d'agences, qui se voient chacune confier un seul objectif. Ce principe de déconcentration de la politique économique engendre naturellement un problème de coordination des agences. Dès lors, l'indépendance des banques centrales, d'abord conçue comme un principe d'affectation de la politique monétaire à l'objectif d'inflation, constitue-t-elle l'aboutissement du *policy-mix* suggéré par Mundell ou au contraire le renoncement à tout *policy-mix*? La clef de cette contradiction tient à la notion d'indépendance envisagée : si l'indépendance des instruments correspond au principe de spécialisation optimale des activités envisagé par Mundell, l'indépendance des objectifs conduit au contraire à la négation du *policy-mix*.

Cet article tente de dresser un bilan critique de cette transformation de la théorie du *policy-mix*. On s'intéresse d'abord au problème de l'affectation optimale des instruments aux objectifs de politique économique dans un cadre statique d'économie fermée puis d'économie ouverte, avant de mettre en évidence l'intérêt du *policy-mix* dans les analyses dynamiques. La théorie du *policy-mix* ne prend en effet tout son sens qu'au travers de la contrainte budgétaire intertemporelle de l'État, qui soulève le problème de coordination entre les politiques budgétaire et monétaire, à propos du mode de financement des dépenses publiques. Ce problème engendrera les controverses monétaristes sur le caractère inflationniste ou non de la création monétaire par rapport à l'endettement. Enfin, la troisième partie est consacrée aux analyses stratégiques du *policy-mix*, en relation avec l'indépendance des banques centrales et l'unification monétaire européenne. Cette dernière témoigne également du changement de nature des interrogations sur le *policy-mix* : du principe de la stricte affectation de la politique monétaire à la lutte contre l'inflation par l'ancrage sur une monnaie forte, l'analyse s'est déplacé sur le terrain de la coordination entre la politique monétaire commune et les politiques budgétaires nationales, coordination dont « l'indépendance » de la banque centrale n'est plus perçue comme la condition nécessaire ni suffisante.

*LE PROBLÈME DE L'AFFECTATION OPTIMALE
DES INSTRUMENTS AUX OBJECTIFS*

La question du *policy-mix* est intrinsèquement liée à celle des politiques de stabilisation, et soulève deux types d'enjeux : celui du type d'objectifs et d'instruments devant être utilisés et celui du bon usage des instruments. Quelle affectation préconiser pour minimiser les fluctuations de l'activité et ou des prix ?

Après la modélisation par Tinbergen (1952) des fondements théoriques de la politique économique, qui débouche notamment sur son célèbre théorème, selon lequel la politique économique doit avoir au moins autant d'instruments que d'objectifs indépendants, Mundell (1962) apporte la première réponse à la question de l'affectation. Du point de vue théorique, l'analyse de Mundell répond aux problèmes posés par le traitement dynamique des effets croisés des instruments sur les objectifs. Dans un système à deux instruments et deux objectifs, par exemple, la poursuite d'un objectif à l'aide d'un instrument peut faire sortir l'autre objectif de sa cible, et réciproquement. Si ces effets croisés l'emportent sur les effets directs, la poursuite simultanée des deux objectifs conduira à s'éloigner de la cible au lieu de s'en rapprocher (instabilité dynamique). La solution à ce problème consiste à affecter les instruments aux objectifs selon le principe des avantages comparatifs : « chaque instrument doit être affecté à l'objectif qu'il influence le plus relativement » (Mundell, 1962). Cooper (1969) montre en effet que le principe d'affectation des instruments aux objectifs selon leurs avantages comparatifs correspond à la condition de stabilité dynamique du système.

34

Encadré : Règle d'affectation et stabilité dynamique

Cet encadré explicite l'argument selon lequel le choix de la règle d'affectation de Mundell, suivant le principe des « avantages comparatifs », correspond à la condition de stabilité dynamique du système d'ajustement de l'économie.

La politique budgétaire (dépenses publiques G), et la politique monétaire (taux d'intérêt r), réagissent aux excédents de demande effective Y , et de balance globale des paiements B .

$$\Delta G = -aY(G,r) + bB(G,r)$$

$$\Delta r = cY(G,r) - dB(G,r)$$

avec :

$Y_G > 0$; $Y_r < 0$; $B_G < 0$; $B_r > 0$, les sensibilités de la demande effective et de la balance des paiements par rapport au taux d'intérêt et aux dépenses publiques, obtenues à partir d'un modèle keynésien standard

de petite économie ouverte (une hausse des dépenses publiques accroît la demande effective, et détériore le solde commercial, à taux d'intérêt donné; une hausse du taux d'intérêt diminue la demande effective et améliore le solde des mouvements de capitaux, à dépenses publiques données);

a, b, c, d des constantes positives ou nulles, correspondant aux règles d'affectation possibles.

Le système est (localement) stable si les valeurs propres de la matrice jacobienne associée J sont négatives, c'est-à-dire si la trace (égale à la somme des valeurs propres) est négative, et le déterminant (égal au produit des valeurs propres) est positif.

1^{er} cas : la politique budgétaire est affectée à l'équilibre interne, tandis que la politique monétaire est affectée à l'équilibre externe.

Les coefficients correspondant à cette règle d'affectation et la matrice jacobienne sont :

$$\begin{aligned} b &= 0 \\ c &= 0 \end{aligned} \quad J = J_1 \equiv \begin{pmatrix} -aY_G & -aY_r \\ -dB_G & -dB_r \end{pmatrix}$$

La trace de J_1 est bien négative. Or le déterminant de J_1 est du même signe que : $|Y_G/Y_r| - |B_G/B_r|$. On interprète $|Y_G/Y_r|$ comme l'efficacité relative de la politique budgétaire sur la demande intérieure, $|B_G/B_r|$ comme l'efficacité relative de la politique budgétaire sur la balance des paiements. Ainsi, la règle d'affectation choisie conduit à un système stable dans le cas où la politique budgétaire est relativement plus efficace sur la demande intérieure que sur la balance des paiements. Dans le cas contraire, le système est instable, l'équilibre est un point-selle.

35

2^e cas : la politique budgétaire est affectée à l'équilibre externe, tandis que la politique monétaire est affectée à l'équilibre interne.

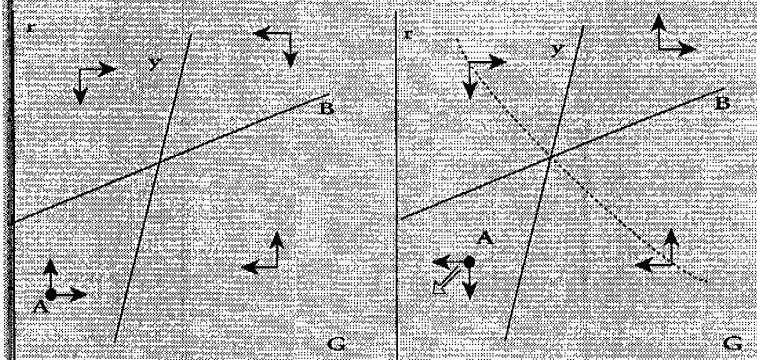
Dans ce cas :

$$\begin{aligned} a &= 0 \\ d &= 0 \end{aligned} \quad J = J_2 \equiv \begin{pmatrix} bB_G & bB_r \\ cY_G & cY_r \end{pmatrix}$$

Ici encore, la trace de J_2 est négative. Mais le déterminant de J_2 est maintenant du même signe que : $|B_G/B_r| - |Y_G/Y_r|$. La règle d'affectation choisie conduit à un système stable dans le cas où la politique budgétaire est relativement plus efficace sur la balance des paiements que sur la demande intérieure. Ici encore, dans le cas contraire, le système est instable, l'équilibre est un point-selle.

Illustration dans le cas où la politique budgétaire est relativement plus efficace sur la demande intérieure que sur la balance des paiements.

On a $|B_e/B| = |Y_c/Y|$. La représentation graphique est la suivante :



Affectation conforme au principe des avantages comparatifs ($G \rightarrow Y, r \rightarrow B$) : l'équilibre est stable.

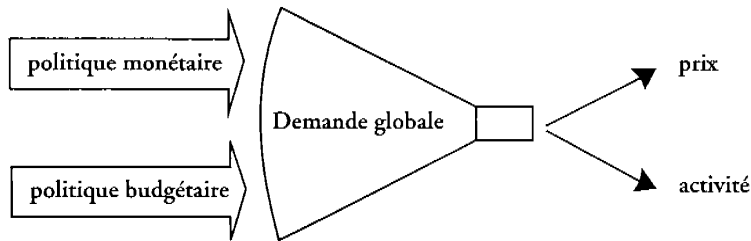
Affectation inverse ($G \rightarrow B, r \rightarrow Y$) : l'équilibre est un point-selle. En particulier, en cas d'insuffisance de la demande effective et de déficit extérieur (point A), le système diverge.

Le principe de « l'entonnoir commun »

Quelle portée pratique peut-on retirer du principe d'affectation de Mundell? La question du *policy-mix* se pose d'emblée comme un problème de gestion de la demande : quel est le dosage optimal des politiques monétaire et budgétaire du point de vue des objectifs d'activité et d'inflation? Dans un modèle néokeynésien statique d'économie fermée, de type offre globale-demande globale, cette question importe peu : le partage volume-prix des politiques économiques ne dépend pas du *policy-mix*, mais seulement de la pente de la fonction d'offre, qui reflète les rigidités nominales, en particulier le degré d'illusion monétaire des salariés. Dans ce cadre, seul l'effet stimulant total des politiques monétaire et budgétaire doit être pris en compte, et non sa composition. Cette caractéristique provient de ce que les deux instruments de politique économique transitent par le même canal, celui de la demande globale, ce que Tobin (1982) qualifie de « principe de l'entonnoir commun » (cf. figure n° 1). Aucune affectation optimale des

instruments aux objectifs ne peut donc être isolée : il est équivalent d'affecter la politique monétaire ou la politique budgétaire aux prix ou à l'activité.

Figure n° 1 : l'entonnoir commun.



Cette proposition d'équivalence des affectations tombe néanmoins en économie ouverte, et dans les modèles dynamiques.

Le policy-mix en économie ouverte

Le premier domaine d'application des avantages comparatifs aux politiques économiques est fourni par Mundell (1962) lui-même, comme extension directe de son principe en économie ouverte. Mundell considère un modèle IS-LM à prix fixes en régime de changes fixes avec stérilisation des mouvements de capitaux⁴. Les objectifs sont l'équilibre interne et l'équilibre externe, et les instruments la politique monétaire et la politique budgétaire. Quatre types de déséquilibres sont possibles : excès de demande intérieure et déficit extérieur, excès d'offre intérieure et excédent extérieur, excès de demande intérieure et excédent extérieur, et excès d'offre intérieure et déficit extérieur. Seules les deux dernières situations exigent l'emploi du *policy-mix*, celui-ci étant indifférent dans les deux premiers cas. En effet, en cas de déficit extérieur et d'excès de demande interne, ou en cas d'excédent extérieur et d'excès d'offre interne, les deux instruments doivent être maniés respectivement à la hausse ou à la baisse, quelle que soit leur affectation (diagonale descendante du tableau 1). Au contraire, en cas d'excédent extérieur et de déficit interne (respectivement de déficit extérieur et d'excédent interne), il faut pratiquer une expansion (respectivement une restriction) budgétaire et une restriction (respectivement une expansion) monétaire si la politique budgétaire est affectée à l'équilibre externe et la politique monétaire à l'équilibre interne (en clair dans la diagonale montante du tableau 1). Une telle affectation est cependant instable, et

il faudra lui privilégier l'affectation inverse (en grisé dans la diagonale montante du tableau 1) conduisant à pratiquer une expansion (respectivement une restriction) monétaire et une restriction (respectivement une expansion) budgétaire en cas d'excédent extérieur et de déficit interne (respectivement de déficit extérieur et d'excédent interne). En présence d'incertitude sur le régime de déséquilibre prévalant, il est donc préférable d'affecter a priori la politique budgétaire à l'équilibre interne et la politique monétaire à l'équilibre externe⁵, conclusion à contre-courant des politiques économiques jusque-là menées outre-Atlantique, mais qui allait rapidement devenir le dogme des pratiques monétaires en changes fixes (ou ajustables), et principalement dans le Système monétaire européen.

Tableau n° 1 : Le principe d'affectation chez Mundell.

		Déséquilibre Interne	
		Excès de demande	Excès d'offre
Déséquilibre Externe	Déficit	↓ G ↓ M	↑ G ↓ M ↓ G ↑ M
	Excédent	↑ G ↓ M ↑ G ↑ M	↓ G ↑ M

38

Bien que constituant la référence première de la doctrine du *policy-mix*, le modèle utilisé par Mundell ne semble plus en accord avec plusieurs caractéristiques essentielles des économies contemporaines. En premier lieu, on peut s'interroger sur la possibilité de pratiquer une politique monétaire autonome en changes fixes lorsque la mobilité des capitaux devient très forte. Une des contributions essentielles de Mundell (1963) est précisément d'avoir montré l'existence d'une incompatibilité entre autonomie de la politique monétaire, changes fixes et mobilité des capitaux. En d'autres termes, la stérilisation des mouvements de capitaux devient impossible lorsque la mobilité internationale des capitaux est (presque) parfaite. En deuxième lieu, l'hypothèse de rigidité des prix est désormais difficile à admettre. Lorsque les prix sont flexibles, un troisième objectif se présente : c'est le contrôle de l'inflation. Comment assurer trois objectifs à l'aide de deux instruments ? Une manière de régler ces deux problèmes est d'adopter un régime de changes flexibles, de manière à disposer de deux instruments indépendants pour atteindre deux objectifs : l'inflation et l'activité (l'équilibre externe étant assuré par le taux de change). Dans ce cas, une

règle d'affectation proche du principe de Mundell peut être appliquée, en assignant la politique monétaire au contrôle de l'inflation et la politique budgétaire à l'activité. En effet, une relance budgétaire soutient l'activité, mais exerce un impact incertain sur l'inflation, selon la mobilité des capitaux. Si la mobilité est faible, le déficit commercial provoque une dépréciation de la monnaie et des pressions inflationnistes, tandis que si la mobilité des capitaux est forte, l'augmentation du taux d'intérêt corollaire à l'accroissement des dépenses publiques provoque des entrées de capitaux, une appréciation de la monnaie et des pressions désinflationnistes. Au contraire, une politique monétaire restrictive exerce un effet non ambigu sur l'inflation en élevant le taux d'intérêt et en appréciant le change indépendamment de la mobilité des capitaux. Néanmoins, il est difficile de pratiquer de manière permanente une appréciation du change sans se soucier des déséquilibres extérieurs qu'elle risque d'occasionner, et le gain en terme de contrôle de l'inflation en choisissant un *mix* plutôt qu'un autre peut sembler « mineur et temporaire » (Tobin, 1982).

En dernier lieu surtout, Mundell ne se préoccupe pas de la dynamique du modèle : peut-on vraiment se satisfaire d'une augmentation permanente des taux d'intérêt pour soigner un déficit externe, sans se soucier d'effets secondaires tels que l'éviction de l'investissement domestique? Quelles conséquences attendre de l'emploi de différents *policy-mix* sur les finances publiques à long terme?

39

LE *POLICY-MIX* DANS UNE PERSPECTIVE DYNAMIQUE

Le choix du *policy-mix* revêt une portée bien plus grande dans les analyses dynamiques. Il établit en effet la connexion entre la gestion conjoncturelle de la demande à court terme et l'état des capacités de production à long terme. Bien que la demande agrégée soit insensible à la combinaison des politiques économiques (principe de l'entonnoir commun), la composition de la demande est affectée. Ainsi, une politique monétaire restrictive et une politique budgétaire expansive favorisent la consommation par rapport à l'investissement privé, par le biais de taux d'intérêt élevés. Au contraire, une politique monétaire expansive et une politique budgétaire restrictive favorisent l'investissement et la croissance⁶. Dans les années quarante, la position keynésienne dite de la « finance fonctionnelle⁷ » (Lerner, 1943) préconisait l'affectation de la politique budgétaire à l'objectif de plein emploi, tandis que la politique monétaire devait être utilisée pour monétiser la dette jusqu'à ce que le taux d'intérêt baisse suffisamment pour atteindre l'investissement opti-

mal. Si, du point de vue statique, n'importe quel *mix* entre dépenses publiques et politique monétaire peut parvenir au plein emploi (principe de l'entonnoir commun), les deux instruments ne sont pas parfaitement substituables du point de vue dynamique : le principe de la finance fonctionnelle consiste alors à choisir les degrés de monétisation et d'endettement optimaux, de manière à atteindre le taux de croissance souhaité en infléchissant l'arbitrage consommation-épargne. Cette position amène deux questions : le mode de financement des dépenses publiques peut-il affecter le comportement des ménages ? Le gouvernement peut-il choisir en toute liberté le degré de monétisation du déficit, sans aucune contrainte sur le stock de dette publique ?

Policy-mix et mode de financement des dépenses publiques

Dans les premiers modèles keynésiens, de type IS-LM, le choix entre dette et impôt ne nécessite aucun traitement particulier : seul l'effet récessif du prélèvement total est pris en considération, bien que Lerner (1944) constate que le renvoi au futur de la « perte sèche » due à l'impôt peut provoquer des effets de second ordre sur le bien-être intergénérationnel. Il faudra attendre le keynésiannisme de la synthèse, et notamment Ando et Modigliani (1963), pour mettre en évidence que l'arbitrage entre impôt et dette peut avoir des implications majeures en matière de croissance, par un effet richesse sur la fonction de consommation. Le « théorème d'équivalence ricardienne » proposé par Barro (1974) prend néanmoins le contre-pied de cet argument : puisque la dette actuelle n'est qu'un impôt futur, les « allègements » fiscaux ne sont que des « ajournements » fiscaux. Sur un marché financier parfait avec des ménages rationnels, un tel ajournement ne devrait avoir aucune conséquence sur la consommation : si la génération présente tient compte du bien-être de sa descendance (altruisme intergénérationnel), dans une perspective dynastique, elle accroîtra son épargne lors d'une réduction d'impôt, de manière à laisser à ses descendants un héritage leur permettant de financer les prélèvements supplémentaires. Au total, la dette publique devient parfaitement substituable à l'impôt, et la détention de titres publics n'est pas une richesse nette.

La conséquence de l'équivalence ricardienne est claire : en l'absence de modification dans la trajectoire des dépenses publiques, le multiplicateur fiscal (c'est-à-dire la réaction du produit national à une réduction d'impôt) est nul. À chaque fois que le gouvernement allège les prélèvements, les ménages épargnent davantage pour compenser l'effet défavorable des taxes à venir sur les générations futures, la consommation ne change pas et la politique fiscale est totalement inefficace. Cette conclusion va à l'encontre :

– des premiers modèles keynésiens, dans lesquels une réduction des prélèvements fiscaux accroît le revenu disponible et exerce un effet multiplicateur sur l'activité par relance de la consommation. Dans ces modèles, les ménages ne prennent pas en compte les impôts futurs nécessités par l'endettement public. L'épargne augmente, mais il s'agit ici d'une augmentation *ex post*, engendrée par l'accroissement du revenu national, et non, comme chez Barro, d'une augmentation *ex ante*, exactement égale à l'économie d'impôt;

– des modèles de cycle de vie avec générations égoïstes, dans lesquels l'important est de savoir si l'allègement fiscal est temporaire ou « permanent », c'est-à-dire à l'échelle de l'horizon (fini) d'une génération. Une réduction temporaire des impôts n'affecte ni la consommation ni l'épargne, car elle ne modifie guère la richesse des ménages. L'accroissement de la dette publique en résultant peut alors exercer un effet contraire sur l'investissement, en élevant le taux d'intérêt réel, puisque la demande de financement s'accroît sans modification de l'offre d'épargne (effet d'éviction). Une réduction permanente des impôts peut au contraire exercer un impact favorable par le biais d'une relance de la consommation.

Pour Barro, il ne peut y avoir d'éviction de l'investissement tant que les dépenses publiques n'augmentent pas, puisque les variations transitoires de l'impôt sont exactement compensées par des variations opposées de l'épargne privée. D'autre part, il n'existe pas de réductions « permanentes » de l'impôt, au sens des modèles de cycle de vie, car il faudra les financer tôt ou tard : l'altruisme intergénérationnel transforme l'horizon des ménages, qui devient infini (chaque génération se préoccupe du bien-être de la génération suivante). Dans ces conditions, un allègement fiscal ne saurait être considéré que comme temporaire.

Le théorème d'équivalence ricardienne prête une rationalité très forte aux ménages, qui tournent leurs anticipations vers l'avenir et intègrent parfaitement la contrainte budgétaire de l'État à la leur, et il surestime sans doute largement la perception qu'ont les individus des obligations futures impliquées par le stock de dette existant aujourd'hui. Mais surtout, les hypothèses sur lesquelles il s'appuie souffrent d'un manque de réalisme rédhibitoire. L'équivalence ricardienne tombe lorsque les impôts ne sont pas forfaitaires, l'altruisme intergénérationnel se présente sous des formes bien plus variées que le legs financier, en particulier les dépenses d'éducation; enfin, l'équivalence ricardienne repose sur l'hypothèse de perfection du marché financier, alors que les contraintes de liquidité et l'incertitude affectent profondément le comportement de consommation des ménages.

De surcroît, il importe de souligner que l'équivalence ne porte que sur le financement par emprunt et par impôt, et non sur le financement monétaire du déficit budgétaire. La coexistence d'une dette publique monétaire et d'une dette publique non monétaire reste d'ailleurs encore en grande partie énigmatique : pourquoi ces deux types de dette peuvent-ils être détenus alors qu'ils ont un rendement différent ? La réponse habituelle est que la monnaie procure des rendements implicites non pécuniaires, *des services de liquidité*. La reconnaissance de ces services et de son importance macroéconomique peut notamment être considérée comme la contribution majeure de Keynes à la théorie monétaire. Ce n'est que sous des hypothèses très particulières, comme la substitution parfaite entre monnaie et titres publics, que l'équivalence ricardienne peut être étendue au financement monétaire du déficit (Wallace, 1981). Remarquons que dans ce cas, la question du *policy-mix* ne se pose plus : si les agents considèrent comme parfaitement substituables la monnaie, la dette et l'impôt, non seulement le mode de financement des dépenses publiques devient indifférent, mais de plus l'utilisation du *policy-mix* ne peut plus modifier l'arbitrage consommation-investissement ni la croissance : aucun arrangement financier ou monétaire ne peut affecter l'équilibre réel (extension aux finances publiques du théorème Modigliani-Miller⁸, 1958).

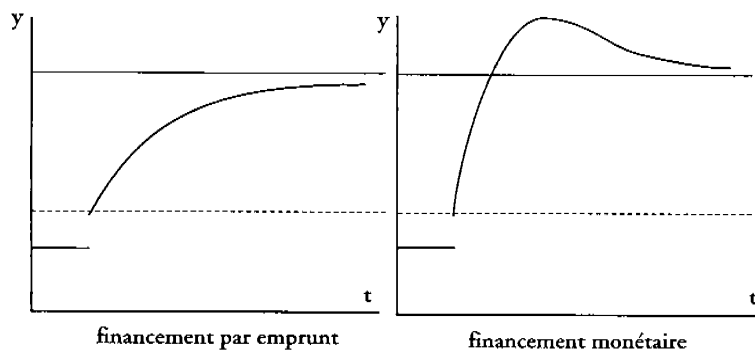
42

En général, cependant, dette publique et monnaie ne sont pas assimilables, et le *policy-mix* demeure potentiellement pertinent. Quelle est alors l'importance du mode de financement des déficits budgétaires ? La position monétariste habituelle soutient que les politiques budgétaires et fiscales engendrent seulement des effets mineurs et transitoires, quel que soit leur mode de financement : la création monétaire provoque l'inflation, et l'émission d'emprunts publics est assimilable à un impôt différé. Dans les deux cas, des effets d'éviction importants viendront annihiler l'impact des dépenses budgétaires. Une position plus pragmatique est défendue par des néokeynésiens, comme Blinder & Solow (1973) ou Buiter & Tobin (1976) : un financement monétaire permet d'alléger les tensions sur les taux d'intérêt, et évite ainsi une grande partie des effets d'éviction dus à l'augmentation des dépenses publiques. Le multiplicateur de dépenses publiques est ainsi supérieur en cas de financement monétaire par rapport à un financement par emprunt ou impôt. Plus spécifiquement, le mode de financement des dépenses publiques importe en ce qui concerne le multiplicateur dynamique de dépenses publiques. Buiter & Tobin (1976) montrent ainsi qu'à court terme, le multiplicateur est le même dans les deux configurations de financement : c'est le multiplicateur statique du modèle IS-LM (on retrouve une fois encore le principe de « l'entonnoir commun »). Il en

est de même à long terme, puisque les conditions de stationnarité de la dette et de la monnaie exigent que le budget de l'État soit équilibré : les dépenses publiques (charge de la dette incluse) doivent être égales aux prélèvements fiscaux. La valeur du multiplicateur à long terme est alors égale à l'inverse du taux moyen d'imposition sur le revenu⁹. Remarquons que cette valeur est exclusivement déterminée par les exigences de stationnarité des variables à long terme, exigences qui ne dépendent pas du mode de financement des dépenses. Celui-ci n'a donc d'impact que sur l'évolution de l'activité durant la transition du court terme au long terme. Durant l'ajustement, le multiplicateur budgétaire est plus élevé en cas de financement monétaire (*cf.* figure n° 2). Cette propriété est de même nature que dans le modèle IS-LM statique : l'accompagnement monétaire permet de limiter la hausse des taux d'intérêt liée au supplément de dépenses publiques. La différence est qu'en dynamique, ce mécanisme ne peut pas être permanent : des forces de rappel doivent exister pour que la notion même de point stationnaire ait un sens. Ces forces contraignent le multiplicateur de long terme à prendre une valeur inverse au taux d'imposition sur le revenu, pour que la contrainte budgétaire de l'État soit respectée à long terme, quel que soit le mode de financement.

43

Figure 2
Multiplicateurs dynamiques dans le modèle de Buitier & Tobin (1976)



Cette analyse a deux conséquences majeures. D'une part, bien que l'affectation la plus satisfaisante soit toujours celle préconisée par les modèles keynésiens de la première génération, à savoir la politique bud-

gétaire à l'activité et la politique monétaire au financement des déficits publics, cette affectation a un coût : la relance budgétaire sera plus marquée, mais en contrepartie, elle suscitera à moyen terme une récession de l'activité pour rejoindre le produit stationnaire. En d'autres termes, le financement monétaire a un aspect potentiellement déstabilisant. D'autre part, on ne peut se contenter d'étudier l'influence du financement du déficit budgétaire sur la valeur du multiplicateur, sans se préoccuper de la stabilité dynamique de l'économie. À cet égard, les modèles de Blinder & Solow (1973) et de Buitier & Tobin (1976) sont les précurseurs des travaux récents sur la contrainte budgétaire intertemporelle de l'état, sur laquelle *policy-mix* exerce une influence décisive.

Monétarisme versus bondisme

L'insuffisance majeure de l'analyse néokeynésienne précédente tient à la non prise en compte de l'inflation. L'échec des politiques keynésiennes face au phénomène de stagflation a conduit Friedman (1968) à préconiser l'abandon pur et simple du *policy-mix*, à travers trois propositions : 1/plutôt que de poursuivre l'objectif de plein emploi, les politiques économiques doivent être tournées vers la stabilisation de la croissance du revenu nominal ; 2/cet objectif doit être poursuivi par le moyen de la politique monétaire exclusivement ; à cette fin, 3/la règle optimale est un taux de croissance constant de la masse monétaire.

La première proposition est une réponse naturelle au problème keynésien : plutôt que de viser le plein emploi, il faut s'assurer que l'inflation ne sera pas passivement accommodée. En ciblant le revenu nominal, la politique économique est incapable d'influencer le partage volume-prix, et donc l'évolution du chômage, mais assure la maîtrise de l'inflation sous l'hypothèse de taux de chômage naturel à long terme. La deuxième proposition découle du postulat d'inefficacité de la politique budgétaire à moyen et long termes : les dépenses publiques et la fiscalité doivent alors être utilisées à des fins purement allocatives. Le noyau dur du monétarisme revient donc à substituer des règles à l'utilisation conjoncturelle des instruments de politique économique : on élimine le problème du *policy-mix* en éliminant les politiques économiques. On n'insistera pas ici sur les insuffisances de ce programme monétariste, qui surestime sans doute largement la capacité d'auto-stabilisation de l'économie face à des récessions sévères, et qui pose des problèmes de contrôlabilité des agrégats monétaires en présence d'une forte instabilité de la demande de monnaie. Plus importante du point de vue du *policy-mix* est la troisième proposition suivant laquelle la maîtrise de l'inflation est exclusivement du domaine de la politique moné-

taire. Pour l'essentiel, cette proposition résulte de la neutralité de la monnaie à long terme : l'inflation est assimilable au taux de croissance de la masse monétaire. La force de cette proposition tient à ce qu'il est difficile d'échapper à la neutralité de la monnaie à long terme sans faire appel à l'irrationalité des agents ou à des rigidités nominales inexplicables. Dès lors, la politique monétaire possède non seulement un avantage comparatif mais aussi un avantage absolu exclusif dans la lutte contre l'inflation, et la règle de croissance à taux constant correspond simplement au fait qu'il est inefficace de tenter d'échapper à court terme aux caractéristiques structurelles de l'économie.

Pourtant, les recommandations ne sont plus aussi claires lorsqu'est prise en compte la contrainte budgétaire de l'État. Les propositions monétaristes conduisent à financer les déficits budgétaires par endettement, ce qui pose le problème de la viabilité de la politique monétaire dans un contexte de dette publique élevée. Ainsi, un fort niveau d'endettement public peut renverser l'effet des taux d'intérêt : une politique monétaire restrictive, augmentant les taux d'intérêt peut susciter une augmentation du revenu disponible pour les ménages détenteurs de dette publique et relancer la consommation de manière plus que proportionnelle à la réduction de l'investissement : des pressions inflationnistes découlent de l'accroissement de la demande globale subséquent : l'effet des politiques monétaires se retourne.

De manière plus critique se pose à long terme la question de la solvabilité de l'État. Blinder & Solow (1973) et Buiter & Tobin (1976) sont les premiers à mettre en évidence qu'un financement par emprunt des déficits budgétaires pouvait rendre l'État insolvable à long terme. L'explication est simple : l'accroissement courant de la dette publique suscite une augmentation future de la charge des intérêts à payer, qui accroît le déficit budgétaire et exige un accroissement ultérieur de la dette publique, etc. Pour éviter un tel effet boule de neige, Buiter & Tobin (1976) proposent de stériliser la charge de la dette en cas de financement par emprunt : le gouvernement doit maintenir constante la somme des dépenses publiques et des intérêts à payer. On conçoit cependant qu'une telle stérilisation est difficile dans un contexte de dette publique élevée (et croissante) et de ralentissement conjoncturel. Une solution alternative consiste à accommoder une partie des déficits par la politique monétaire. En cas de financement monétaire, la contrainte budgétaire de l'État ne donne pas lieu à de tels effets boule de neige. Le degré d'accommodation monétaire a également des implications en ce qui concerne les propositions monétaristes. A cet égard, Aiyagari & Gertler (1985) montrent que l'équivalence ricardienne et la théorie quantitative de la monnaie ne sont valides que si le gouverne-

ment s'engage à prélever dans le futur l'impôt correspondant en valeur actualisée à la dette initiale, sans faire appel à la création monétaire. Dans le cas contraire où la dette publique actuelle est entièrement couverte par création monétaire, c'est-à-dire par les recettes de seigneurage, le niveau général des prix n'est plus indépendant du stock de dette publique, et la théorie quantitative ne tient plus¹⁰. De même, une émission de monnaie pour financer le déficit aura un impact expansionniste plus fort qu'une opération d'open-market de même ampleur, puisque dans le premier cas il y a accroissement net de la richesse du secteur privé, tandis que dans le second cas, le public vend des titres pour acheter de la monnaie¹¹. Ce dernier cas de figure s'apparente à ce que Smith (1982) qualifie de « bondisme », de manière symétrique au monétarisme : il s'agit d'adopter une cible de dette publique plutôt que de masse monétaire, et de financer les déficits budgétaires par création monétaire plutôt que par endettement¹². Dans la poursuite des travaux de Binder & Solow, Smith montre que le bondisme permet de stabiliser l'évolution de la dette publique à long terme ce que ne permettent pas les recommandations monétaristes, et que la monétisation des déficits budgétaires est à long terme anti-inflationniste. De surcroît, une telle règle de financement monétaire accroît considérablement le pouvoir contracyclique de la politique monétaire : lors d'une récession, le déficit budgétaire se gonfle par le jeu des stabilisateurs automatiques, et la création monétaire s'accroît spontanément. L'efficacité de la politique monétaire devient même redoutable, puisqu'un déficit de 250 milliards de francs (objectif pour 1998 en France) représente une injection monétaire correspondant à près de la moitié de la base monétaire actuelle (560 milliards de francs). On comprend que le risque d'une telle politique de monnaie facile est l'hyperinflation¹³.

L'originalité de l'article novateur de Sargent & Wallace (1981) est de mettre en évidence que les propositions monétaristes ne mettent pas à l'abri de telles pressions hyperinflationnistes. Leur modèle, fondé sur l'instabilité de la contrainte budgétaire de l'état en cas de financement par emprunt, souligne un aspect néfaste de l'arithmétique monétariste, lorsque se pose un problème de soutenabilité de la dette (dès que le taux d'intérêt réel dépasse le taux de croissance de l'économie). Dans ce cas, le choix du *policy-mix* n'est pas libre : la contrainte budgétaire intertemporelle de l'État impose des restrictions sévères sur la viabilité des politiques de désinflation. Ainsi, une politique monétaire restrictive visant à lutter contre l'inflation peut être insoutenable à long terme et mener l'économie sur une trajectoire divergente, incompatible avec la contrainte budgétaire intertemporelle de l'État. Le gouvernement est alors contraint à renoncer à cette politique inconsciente dans le futur, et à adopter une autre poli-

tique monétaire compatible avec l'existence d'un équilibre stationnaire. Le résultat « déplaisant » de cette expérimentation monétariste est que cette nouvelle politique conduira à une inflation plus élevée qu'initialement. La question pertinente pour les autorités monétaires n'est plus de financer le déficit par émission de monnaie ou de titres, mais de le monétiser dès le présent ou dans l'avenir. En un mot, la proposition selon laquelle les autorités monétaires pourraient contrôler l'inflation par la seule intervention sur le taux de croissance de la masse monétaire ne tient plus, en dépit du caractère monétariste du modèle. L'analyse de Sargent & Wallace souligne un problème crucial du *policy-mix* : les autorités monétaires se focalisent sur un objectif d'inflation à long terme, sans se préoccuper suffisamment de la cohérence globale de tous les instruments de politique économique. De meilleurs résultats en matière d'inflation pourraient être obtenus en n'utilisant pas seulement la politique monétaire mais plutôt un *mix* entre les instruments monétaire et budgétaire. D'un autre point de vue, elle met en évidence un problème typique de coordination entre la politique monétaire et la politique budgétaire, problème qui rend le programme de politique économique moins cohérent, donc moins crédible. De surcroît, un niveau élevé d'endettement constitue une incitation à pratiquer des surprises d'inflation, manière de répudier la dette tant que celle-ci n'est pas indexée. Calvo (1988) montre ainsi que l'incitation aux surprises d'inflation s'accroît avec le montant de dette publique¹⁴. Le niveau d'endettement public peut donc confronter tout engagement anti-inflationniste à de sévères problèmes de crédibilité : c'est en effet la crédibilité du *policy-mix* dans son ensemble qui doit être considérée et non seulement la crédibilité de la politique monétaire. Ce problème de coordination s'amplifie encore lorsque sont prises en compte les interdépendances stratégiques entre autorités de politique économique.

47

LE *POLICY-MIX* COMME JEU STRATÉGIQUE

La coordination des politiques monétaire et budgétaire pour la gestion de la demande agrégée se prête particulièrement bien à une analyse ludo-théorique. A cet égard, Blinder (1982) et Nordhaus (1993 et 1994) présentent une analyse de type « dilemme du prisonnier », permettant à la fois de justifier la conjonction fréquemment observée d'une restriction monétaire et d'un relâchement budgétaire et l'idée qu'il s'agit d'une conjonction inefficace. Dans leurs modèles, les autorités monétaires et fiscales exercent leur influence au travers de « l'entonnoir commun », sans chercher à s'entendre. Un équilibre de Nash inefficace, caractérisé par un taux d'intérêt et un déficit public élevés, est alors sus-

ceptible d'apparaître. Blinder propose un exemple typique, dans lequel le gouvernement cherche à stimuler l'économie en limitant autant que possible son intervention. Sa stratégie dominante est certes l'expansion budgétaire¹⁵, mais il préfère que l'expansion soit d'origine monétaire : à politique budgétaire donnée, il souhaite une expansion monétaire, et il préfère la combinaison contraction budgétaire-expansion monétaire à son inverse. Quant à la banque centrale, elle cherche à contracter la demande pour lutter contre l'inflation. La matrice des gains est donnée dans le tableau n° 2 : dans chaque case figure l'ordre de préférence, de 4 pour l'idéal à 1 pour le pire, en haut de la diagonale pour la banque centrale, en bas pour le gouvernement.

Tableau n° 2 : le *policy-mix* comme un dilemme du prisonnier

		Banque centrale (politique monétaire)	
		contraction	expansion
Gouvernement (politique budgétaire)	contraction	4 1	3 3
	expansion	2 2	1 4

48

L'équilibre de Nash qui en résulte est un équilibre en stratégies dominantes : il se produit une contraction monétaire et une expansion budgétaire. Cet équilibre est cependant inefficace : les deux acteurs feraient mieux de s'entendre sur une expansion monétaire couplée à une restriction budgétaire, afin d'atteindre une situation que tous deux trouvent préférable. C'est la configuration typique du dilemme du prisonnier¹⁶.

Nordhaus (1994) spécifie de façon détaillée le modèle économique sous-jacent, ainsi que les fonctions-objectifs des autorités. En outre, à l'aide de modèles macroéconométriques structurels des États-Unis, il tente de chiffrer le coût du manque de coordination en utilisant l'exemple du programme de réduction des déficits publics de 1993. « Une politique macroéconomique coordonnée serait une politique dans laquelle une réaction du taux d'intérêt survient en même temps que la contraction budgétaire, et avec suffisamment de force pour en compenser l'impact restrictif » (p. 194). Il conclut que les gains à la coordination avec la politique monétaire sont « extrêmement élevés » : « la perte de PIB cumulée due à une politique non coopérative est de l'ordre de 4 à 6 % du PIB sur une période de sept ans » (p. 183), « les gains à la coordination sont de l'ordre de 100 à 300 milliards de dollars de production cumulée sur une décennie » (p. 194).

Dans les modèles de Blinder et de Nordhaus, c'est essentiellement parce que les préférences des autorités sont différentes que l'équilibre non coopératif est contreproductif⁷. A contrario, lorsque les autorités partagent le même objectif, le conflit disparaît. Ce type d'analyse pose donc une difficulté d'interprétation, dans la mesure où le modèle ne considère pas de « préférences sociales » qui permettent d'évaluer le *policy-mix* en vigueur. Si les préférences sociales correspondent aux préférences supposées d'une des autorités, alors, la solution coordonnée demeure une solution de second rang du point de vue de la société : dans le tableau n° 2, si les préférences sociales sont représentées par celles du gouvernement, l'optimum de premier rang est obtenu par une expansion budgétaire et monétaire.

Il s'agit ainsi d'une analyse essentiellement positive, qui ne cherche pas à déterminer le *policy-mix* optimal, mais qui propose seulement une interprétation de l'inefficacité des combinaisons observées.

Pour quelles raisons des problèmes de coordination entre la politique budgétaire et la politique monétaire peuvent-ils apparaître? Blinder (1982) retient trois configurations pouvant conduire à un *policy-mix* défavorable :

i- les autorités monétaires et budgétaires peuvent être en désaccord sur les objectifs et les priorités de la politique économique, c'est-à-dire sur ce qu'elles estiment être l'idéal pour la société;

ii- les deux autorités peuvent avoir en tête des modèles différents du fonctionnement de l'économie, et par conséquent émettre des opinions divergentes sur les effets de leurs politiques;

iii- les autorités monétaires et budgétaires peuvent établir des prévisions différentes sur la situation économique en l'absence d'intervention, soit parce qu'elles se réfèrent à des théories différentes (comme en ii), soit parce qu'elles ne prévoient pas les mêmes évolutions de variables exogènes.

Le problème de coordination se pose dans la mesure où, la plupart du temps et dans chaque cas, on ne peut pas affirmer qui a raison, quelle autorité possède « le bon objectif ou la théorie correcte ou la prévision exacte ». En particulier, la littérature sur l'inconséquence temporelle suppose généralement que l'autorité fiscale, élue, a vraisemblablement la « bonne » fonction de bien-être social, mais risque d'être préoccupée par des considérations électoralistes de court terme, de sorte qu'une autorité monétaire indépendante sert de contrepoids garantissant le suivi des objectifs de long terme. Dans ce cas, le « manque de coordination » du *policy-mix* n'est rien d'autre que la reconnaissance que des objectifs de long terme doivent être pris en compte dans la gestion courante de la politique économique. Et Blinder d'en conclure que

« quand personne ne peut être sûr de la bonne chose à faire, personne ne peut nous assurer qu'une autorité fiscale – monétaire unifiée ferait mieux que notre monture bicéphale actuelle » (p. 19). Cette conclusion est partagée par Thygesen (1993), selon qui l'interaction entre les autorités monétaire et budgétaire conduit le plus souvent à un « conflit constructif » qu'à un « jeu destructeur » : davantage de coordination serait « contreproductif »¹⁸.

L'indépendance de la banque centrale comme principe d'affectation ?

L'argumentation « moderne » en faveur de l'indépendance de la banque centrale repose sur l'existence d'un biais inflationniste dans la politique monétaire (Fischer 1995, Lavigne & Villieu 1996). Elle se fonde sur un modèle particulièrement simple dû à Kydland & Prescott (1977) et Barro & Gordon (1983). Ce modèle suppose que l'inflation, phénomène exclusivement monétaire, est à la fois socialement coûteuse et sans effets réels, seule l'inflation non anticipée ayant un impact positif sur l'activité réelle. Il suppose en outre que l'autorité monétaire cherche à la fois à éviter l'inflation et à stabiliser la production autour d'un niveau supérieur au niveau naturel. Tout se passe comme si la banque centrale dispose de deux instruments, le taux de croissance monétaire effectif et le taux de croissance monétaire annoncé. L'idéal consiste alors à mettre en œuvre une politique différente de celle qui est annoncée : c'est l'incohérence temporelle de la politique optimale. Or, à l'équilibre, des agents privés rationnels ne se laissent pas influencer par ces effets d'annonce : toute tentative d'augmenter le niveau de production au-delà du niveau naturel s'avère vaine, et la politique monétaire cohérente est sous-optimale puisqu'inutilement inflationniste. D'où la suggestion d'un recours à des règles de politique monétaire qui empêcheraient l'autorité monétaire de revenir de façon discrétionnaire sur les décisions annoncées.

À cet égard, l'indépendance de la banque centrale est proposée comme échappatoire au dilemme cohérence-optimalité. Encore faut-il préciser les contours de cette notion. On distingue ainsi l'indépendance des instruments, lorsque la banque centrale est entièrement libre de manipuler les leviers de la politique monétaire pour atteindre ses objectifs, et l'indépendance des objectifs, lorsqu'elle définit elle-même les buts ultimes de la politique monétaire (*cf.* Fischer 1995).

Ainsi, Rogoff (1985b) montre que nommer un banquier central « conservateur », c'est-à-dire ayant une aversion à l'inflation plus forte que celle de ses concitoyens, et lui conférer l'indépendance des instruments *et* des objectifs, permet de diminuer le biais inflationniste de la politique monétaire. Même si l'autorité fiscale dispose de la « bonne »

fonction d'utilité sociale, il est avantageux pour la collectivité que la politique monétaire soit confiée à une autorité monétaire ne partageant pas ses préférences, mais plus « conservatrice ».

Pour autant, la solution de Rogoff n'est pas la meilleure. Les approches plus récentes envisagent explicitement la question de la délégation de la politique monétaire dans le cadre d'une relation d'agence entre le gouvernement et la banque centrale. Assigner à la banque centrale un objectif approprié, sous la forme d'un contrat ou d'un ensemble d'incitations optimal, et lui conférer non plus l'indépendance des objectifs, mais seulement l'indépendance des instruments, permet d'éliminer totalement le biais inflationniste de la politique monétaire (Walsh 1995, Persson & Tabellini 1993, Svensson 1997) : on parvient dans ce cas à l'optimum social. Le statut d'indépendance garantit d'une certaine façon l'effectivité de l'objectif et le renoncement à l'inflation – surprise¹⁹.

Ainsi conçue, l'indépendance instrumentale constitue en quelque sorte une version nouvelle du principe d'affectation de la politique monétaire à la lutte contre l'inflation, dans le cadre d'un *policy-mix* spécifique. Au contraire, l'indépendance des objectifs conduit à la dissociation complète des politiques monétaires et budgétaires et à l'abandon de toute idée de coordination entre ces deux instruments.

Cependant, s'il est vrai qu'une façon de coordonner les interventions de la banque centrale indépendante avec la politique budgétaire consiste à préciser l'objectif cette institution, à définir sa rationalité, de façon à déterminer son comportement, une question se pose inévitablement : quel doit être l'objectif d'une banque centrale indépendante lorsqu'est prise en compte l'interdépendance entre la politique monétaire et la politique fiscale ? Les approches mentionnées ci-dessus ignorent cette interdépendance. Or le biais inflationniste suggéré provient de deux causes : non seulement un objectif schizophrénique, qui conduit à lutter contre l'inflation tout en générant des surprises pour accroître la production ; mais aussi des distorsions fiscales, qui à la fois plafonnent le niveau naturel de production et contiennent en germe l'incitation à dépasser ce niveau.

En conséquence, résoudre le problème de cohérence temporelle de la politique monétaire nécessite de mieux la coordonner avec la politique fiscale : la contrainte budgétaire de l'État, ou la condition de soutenabilité de la dette publique, constitue le lieu ultime de conflit potentiel entre politique monétaire et politique budgétaire. Dans cet ordre d'idées, Alesina & Tabellini (1987) proposent une extension de l'analyse de la crédibilité monétaire intégrant la politique fiscale. Leur présentation est simplifiée, dans la mesure où, pour conserver un cadre sta-

tique, les deux seules modalités de financement des dépenses publiques sont la création monétaire et des impôts distordants. Dans ce contexte, l'inflation a un effet systématique : à dépenses publiques données, elle permet de limiter les distorsions fiscales, donc d'accroître la production. Alesina & Tabellini montrent que les « règles » de politique monétaire ne sont plus systématiquement préférables à la « discrétion », contrairement à la conclusion de Kydland & Prescott (1977) : en restreignant le seigneurage, l'engagement à poursuivre une règle de politique monétaire impose de recourir davantage aux impôts distordants. Il s'ensuit naturellement que l'objectif optimal de la banque centrale devrait prendre en compte les préférences « sociales » non seulement en matière d'inflation et de croissance, mais aussi en matière de dépenses publiques (cf. Debelle 1996, Desquilbet 1997).

Conformément à l'analyse de Sargent & Wallace (1981), la contrainte de soutenabilité de la dette publique implique que la crédibilité de la politique monétaire ne peut être analysée sans prendre en compte la politique budgétaire et fiscale menée en parallèle. C'est particulièrement vrai à l'occasion de changements institutionnels. Tabellini (1987), par exemple, s'intéresse aux conséquences de la réforme monétaire italienne de juillet 1981, qui a libéré la Banque d'Italie de toute obligation d'achat de dette publique. Il montre que, dans un contexte où chaque autorité souhaite que la dette publique diminue, les effets de réputation exercent une influence déterminante sur les politiques mises en œuvre : plus l'engagement de la banque centrale à refuser la monétisation de la dette publique est crédible, plus le déficit budgétaire est faible. Ainsi, la banque centrale peut être capable d'imposer la modération budgétaire²⁰. Mais, de façon plus générale, si la banque centrale promet de poursuivre une politique monétaire stricte, tandis que le gouvernement maintient une fiscalité et/ou des dépenses impliquant de larges déficits publics, les deux autorités se trouvent engagées dans une guerre d'usure aux conséquences néfastes. C'est le paradigme utilisé par Sargent (1986) et formalisé par Loewy (1988) pour décrire la situation américaine à l'avènement de l'administration Reagan. Chaque protagoniste doit défendre sa réputation, alors que l'arithmétique budgétaire de l'État rend incompatibles les politiques poursuivies : soit la banque centrale réussit à maintenir la rigueur monétaire et c'est le gouvernement qui doit céder, en rétablissant l'équilibre du budget²¹, soit le gouvernement refuse de limiter son déficit, ce qui contraindra la banque centrale à monétiser la dette²². Il en résulte une situation hautement instable, génératrice d'une incertitude paralysante quant aux trajectoires des taux d'imposition et des taux d'intérêt. On peut considérer que la situation française au milieu des années quatre-vingt-dix constitue également un

exemple typique de cette situation de guerre d'usure. La banque centrale se cantonne à une politique monétaire restrictive afin de forcer le gouvernement à réduire le déficit budgétaire : du point de vue du public, la constatation que le déficit se réduit alors que les taux d'intérêt restent élevés renforce la réputation de la banque centrale. Une telle politique comporte le risque évident de devenir procyclique : la réduction du déficit s'opère dans un contexte de ralentissement économique, et d'accroître l'instabilité conjoncturelle²³. Pour éviter ce risque, le gouvernement peut être tenté d'attendre que la banque centrale baisse ses taux directeurs avant d'entamer le redressement budgétaire.

La capacité d'engagement des autorités détermine non seulement la solution du jeu, mais aussi les configurations stratégiques envisageables. Pour certains auteurs en effet, la capacité d'engagement permet de se comporter en meneur et d'imposer sa décision au suiveur, de sorte que la configuration du jeu donne lieu à un équilibre séquentiel (Stackelberg) et non plus simultané (Cournot – Nash). Ainsi, Debelle (1996) et Debelle & Fischer (1994) interprètent l'indépendance de la banque centrale comme sa capacité à imposer la politique monétaire au gouvernement, et à agir en meneur²⁴. Debelle & Fischer (1994, p. 215) concluent que « la société se portera mieux si la banque centrale s'engage sur le taux d'inflation, à condition que l'autorité fiscale se comporte raisonnablement », c'est-à-dire n'accordent pas une priorité excessive aux dépenses publiques.

L'engagement sur une règle monétaire ne constitue cependant qu'une solution imparfaite au problème de coordination avec la politique budgétaire. En effet, il fait de la banque centrale le meneur du jeu, et laisse la charge de la stabilisation reposer entièrement sur la politique budgétaire, de sorte que le recours à un dosage à la fois monétaire et budgétaire semble être abandonné. Toutefois, ce peut être la seule solution acceptable si la coordination est impossible : « si on ne peut empêcher ses deux mains de se battre entre elles, il vaut peut-être mieux s'en attacher une dans le dos » (Blinder, 1982, p. 27).

En dépit des particularités propres à chaque modèle, le message central de la littérature sur l'incohérence temporelle est que l'efficacité des politiques monétaires et budgétaires ne doit pas être jugée sur des critères statiques (un changement une fois pour toutes des instruments), mais sur des critères dynamiques (une série de modifications des instruments reliée par un processus systématique ou une règle de politique économique), rejoignant en ce sens les analyses sur la contrainte budgétaire de l'État. Jusqu'au début des années 1990, cependant, la question centrale était celle de la crédibilité de la politique monétaire. Se plaçant dans la perspective inverse, Taylor (1996) étudie les implica-

tions monétaires d'une discipline budgétaire accrue, en relation avec les expériences de redressement budgétaire dans l'OCDE. Si l'argument théorique implique une meilleure crédibilité de la politique monétaire, Taylor en conteste la validité empirique. Ce qui lui semble plus important est la mise en œuvre d'une politique d'accompagnement de la réduction des déficits publics : durant la transition, les taux d'intérêt courts doivent être diminués parallèlement à la baisse des taux longs déclenchée par la réduction de déficits, faute de quoi le resserrement de la courbe des taux risque de porter atteinte à la demande globale. En régime permanent, Taylor suggère qu'une contrainte accrue sur les déficits, impliquant une moindre utilisation contracyclique des stabilisateurs budgétaires, nécessitera une réactivité accrue de la politique monétaire. Une telle analyse pourrait alors s'appliquer à l'union monétaire européenne, tant dans la phase transitoire qu'après l'unification.

Le policy-mix dans une union monétaire

La problématique du *policy-mix* dans l'union monétaire européenne comporte l'originalité de ne plus concerner seulement deux autorités, l'une budgétaire et l'autre monétaire. En effet, dans l'état actuel du projet, une politique monétaire centralisée sera confrontée à autant de politiques budgétaires nationales que de nations participantes²⁵.

La question du mode de financement des dépenses publiques a été résolue de façon assez radicale, du moins en principe : d'une part, la banque centrale européenne sera « indépendante », sans obligation, sinon interdite, de financement public direct (« no bail out »); d'autre part, le pacte de stabilité limite les déficits publics des états membres (traités de Maastricht et d'Amsterdam). Les arguments avancés pour justifier ces décisions sont du même ordre que ceux qui ont été présentés plus haut : « l'union monétaire ne peut s'accommoder de politiques budgétaires qui mettraient en cause la stabilité monétaire d'ensemble... Comme le dit le rapport Delors, « la discipline budgétaire est indispensable pour que l'UEM soit viable » (Pisani-Ferry, 1990, p. 266). La logique d'ensemble des critères de finance publique repose sur le fait qu'une union monétaire peut accroître l'incitation aux déficits budgétaires : la mobilité fiscale fait qu'il est plus difficile de lever les taxes, l'interdiction du seigneurage limite les recettes publiques, et, en l'absence de discrimination parfaite des emprunteurs, le marché financier sera incapable de sanctionner les politiques budgétaires imprudentes (taux d'intérêt unique). La question de la crédibilité effective de ces engagements n'est cependant pas tranchée : comment réagiraient *réellement* les partenaires de l'union et sa banque centrale si un pays membre venait à connaître de graves difficultés financières²⁶? (cf. Buitier, Corserti &

Roubini, 1993). Curieusement, la question du *policy-mix* resurgit dans la problématique de l'union monétaire : l'attention s'est immédiatement focalisée sur la crédibilité du *policy-mix* européen, alors qu'elle avait largement été éludée dans la littérature théorique sur la crédibilité de la politique monétaire. En ce sens, le « pacte de stabilité budgétaire » porte en soi la reconnaissance que l'indépendance des banques centrales ne suffit pas à assurer la crédibilité des politiques monétaires.

En matière de stabilisation et de redistribution, le partage des rôles est théoriquement simple. En effet, il est reconnu que l'Union européenne ne constitue pas une zone monétaire optimale, selon les critères de mobilité du travail et de flexibilité des salaires. Dès lors, si la politique monétaire commune doit servir en présence de chocs symétriques, l'absence d'ajustement des taux de change fait défaut en cas de choc asymétrique : le marché du travail, qui doit en principe l'absorber, en est incapable. Dans une telle situation, l'ajustement repose sur une coordination des politiques budgétaires et fiscales, qui peut être réalisée par la mise en place d'un budget fédéral (cf. Muet 1995). Effectivement, bien que le « pacte de stabilité budgétaire » règle le problème de coordination entre la politique monétaire commune et les politiques budgétaires nationales, il laisse entier celui de la coordination entre les interventions budgétaires de gouvernements souverains.

55

Cependant, deux questions demeurent. D'une part, les objectifs assignés à la banque centrale européenne mettent davantage l'accent sur la stabilité des prix que sur la stabilisation de l'activité réelle, conformément à l'argumentaire sur la crédibilité de la politique monétaire. Même en cas de choc symétrique, le rôle de stabilisation de l'activité semble donc échoir de fait aux politiques budgétaires, malgré la difficulté de les mener de façon contracyclique lorsque des contraintes de déficit et de dette sont imposées. En effet, comment stabiliser la dette publique sans politique monétaire lorsque la politique budgétaire est censée assurer le *fine tuning*? D'autre part, la nécessité d'un fédéralisme budgétaire face à l'unification monétaire se heurte aux résistances nationales, qui transparaissent dans l'insistance sur le principe de subsidiarité et dans la faiblesse actuelle du budget de l'union²⁷. Pourtant, il existe des arguments forts en faveur du centralisme budgétaire (cf. par exemple Goodhart 1995, Masson 1996, Persson & Tabellini 1996) : une coordination, qui permet « d'internaliser » efficacement les effets de débordements, revient à un transfert de fait du pouvoir budgétaire et fiscal ; la centralisation consiste en un mécanisme d'assurance contre les chocs asymétriques, tout en permettant, si les institutions sont bien conçues, de limiter le risque moral inhérent ; enfin, « l'argument le plus puissant en faveur de la centralisation renvoie à la condition d'« union

sociale », quand les habitants d'une zone particulière conviennent que tous doivent être traités de la même façon » (Goodhart 1995, p468). Si, avec le marché unique et la monnaie unique, un budget unique se met en place, la spécificité de la gestion du *policy-mix* dans l'union monétaire, telle qu'elle se profile aujourd'hui, disparaîtra : on retrouvera alors le problème traditionnel de la coordination entre une autorité monétaire et une autorité budgétaire unifiée.

Dans l'état actuel des institutions, la politique économique européenne est à la croisée des chemins. L'Union pourrait accroître l'autonomie de la politique monétaire européenne en affaiblissant la « contrainte extérieure », car l'UEM sera une zone moins ouverte que les nations qui la composent. La mise en œuvre des critères de finance publique contribuerait à rendre aux politiques budgétaires la capacité d'action contracyclique qu'elles ont perdu du fait des niveaux d'endettement très élevés des États-membres. Mais la politique monétaire commune pourrait tout aussi bien être exclusivement axée sur l'inflation, et les taux d'intérêt réels élevés empêcher toute réduction des déficits budgétaires. Seul un *policy-mix* européen pourra assurer que l'Union libère des marges de manœuvre monétaires et budgétaires au lieu d'entraver simultanément les deux instruments.

56

QUELLES PISTES À EXPLORER ?

Au terme de ce rapide bilan des théories du *policy-mix*, des pistes se dégagent, qui mériteraient d'être explorées plus avant.

En premier lieu, l'utilisation de la théorie des jeux pour appréhender la problématique du *policy-mix* suscite des interrogations. D'abord, au niveau de la nature institutionnelle du jeu, on peut s'interroger sur l'identité des joueurs eux-mêmes. Le *policy-mix* est-il un jeu entre gouvernement et banque centrale, ou entre gouvernement, parlement et banque centrale ? Les institutions politiques telles que les processus électoraux, qui n'ont pas été abordés dans cet article, peuvent même faire intervenir des décideurs supplémentaires, tels que les partis politiques. Et l'on sait que, dans les jeux à plusieurs joueurs, la mise en évidence de coalitions et d'équilibres stables est délicate. On peut aussi s'interroger sur la règle du jeu. La question n'est pas tranchée de savoir si le jeu est à décisions simultanées ou séquentielles. Elle se complique lorsque les politiques économiques ont des délais d'action. Quel est l'instrument le plus souple, lequel a les délais de réaction les plus brefs ? On ne peut ignorer que la théorie des jeux présente des limites, qui deviennent rapidement réductrices dans le cadre de jeux dynamiques de contrôle

optimal, qui permettraient pourtant d'aborder ces questions de façon plus appropriée.

En second lieu, quelques questions restent posées à propos du principe d'affectation. En effet, ce principe ne précise pas le type d'instrument ou d'objectif intermédiaire qui doit être utilisé : on peut ainsi se demander, à la suite de Poole (1970) par exemple, si la politique monétaire doit être formulée en termes de taux d'intérêt ou de base monétaire. De même, les contours de la politique budgétaire, évoquée tantôt par les dépenses publiques, tantôt par la fiscalité, mériteraient d'être précisés. Par ailleurs, les développements récents mettent l'accent sur la formulation de règles de politique économique. En particulier, si les prix sont imparfaitement flexibles, des « règles de Taylor » peuvent être valables (voir Taylor 1993). À quoi la règle doit-elle réagir : PIB, inflation, change ? Quels sont les instruments ? Quel type de règle budgétaire ? Comment coordonner des règles monétaires et des règles budgétaires ? Sur ce point, le champ du *policy-mix* est encore largement ouvert.

BIBLIOGRAPHIE

- AIYAGARI S. et M. GERTLER (1985), « The Backing of Government Bonds and Monetarism », *Journal of Monetary Economics*, 16, p. 19-44.
- ALESINA A. et G. TABELLINI (1987), « Rules and discretion with noncoordinated monetary and fiscal policies », *Economic Inquiry*, 619-630.
- ANDO A. et F. MODIGLIANI (1963), « The Life-Cycle Hypothesis of Saving : Aggregate Implications and Test », *American Economic Review*, vol. 53, p. 55-84.
- ARTUS P. (1997), « Crédibilité de la politique monétaire ou coordination de la politique monétaire et de la politique budgétaire : que vaut-il mieux choisir ? », Caisse des dépôts et consignations, document de travail 1997-05/MA.
- BARRO R. (1974), « Are Government Bonds Net Wealth ? », *Journal of Political Economy*, vol. 82, n° 6, décembre, p. 1095-1118.
- BARRO R. et D. GORDON (1983), « Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics*, 12, 101-121.
- BLINDER A. (1982), « Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy », in *Monetary Policy Issues in the 80's*, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 3-46.
- BLINDER A. et R. SOLOW (1973), « Does Fiscal Policy Matter ? », *Journal of Political Economy*, vol. 81, n° 6, décembre.
- BRAINARD W. (1967), « Uncertainty and the effectiveness of Policy », *American Economic Review*, vol. 57, Mai.
- BUITER W. et J. TOBIN (1976), « Long Run Effects of Fiscal and Monetary Policy on Aggregate Demand », in : J. STEIN (ed.), *Monetarism*, North Holland, 1976, p. 273-309.

- BÜITER W., G. CORSETTI et N. ROUBINI (1993), « Maastricht's fiscal rules », *Economic policy*, n° 16, avril, p. 57-100.
- CAGAN (1956), « The Monetary Dynamics of Hyperinflation », in : M. FRIEDMAN (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, 1956, p. 25-117.
- CALVO G. (1988), « Servicing the public debt : the role of expectations », *American Economic Review*, vol. 78, 179-194.
- COOPER R. N. (1969), « The Assignment Problem » in Mundell et SWOBODA (Eds), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press.
- CORDIER, J., P. JAILLET et D. PLIHON (1993), « La coordination des politiques économiques et le *policy-mix* dans l'UEM », *Économie et Statistiques*, n° 262-263, p. 37-48.
- CREEL J., LERAIS F. et STERDYNIAK H. (1995) : « Politique monétaire et politique budgétaire dans la marche vers la monnaie unique », communication aux XII^e Journées internationales d'économie monétaire et bancaire, Nancy, 15-16 juin 1995.
- DEBELLE G. (1996), « Central Bank Independence : A Free Lunch? », IMF WP 96/1.
- DEBELLE, G. et S. FISCHER (1994), « How independent should a central bank be? », in JEFFREY C. FUHRER (editor) *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Boston, p. 195-225.
- DESQUILBET J.-B. (1997), « Quel contrat pour la banque centrale? », document de travail du Laboratoire d'économie d'Orléans n° 11-94/4/MM.
- DORNBUSCH R. (1996), « Debt and Monetary Policy : the Policy Issues », NBER WP 5573, mai.
- DRAZEN A. et P. MASSON (1994), « Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers », *Quarterly Journal of Economics*, vol. CIX, n° 3, août.
- EICHENBAUM M. (1997) : « Some Thoughts on Practical Stabilization Policy », *American Economic Review, Papers and Proceedings*, mai, 87, 2, 236-239.
- FISCHER S. (1995), « Central Bank Independence revisited », *American Economic Review*, AEA Papers and Proceedings, vol. 85 n° 2, p. 201-206.
- FRIEDMAN M. (1948), « A Monetary and Fiscal Framework for Monetary Stability », in FRIEDMAN (éd), *Essay in Positive Economics*, Chicago.
- FRIEDMAN M. (1968), « The Role of Monetary Policy », *American Economic Review*, vol. 58, 1-17.
- FRIEDMAN M. (1969), *The Optimum Quantity of Money and other Essays*, University of Chicago Press.
- GOODHART C. (1995), « The Political Economy of Monetary Union », in P. KENEN (ed.), *Understanding Interdependence*, Princeton University Press, 1995, chap. 12.
- HALLASSOS M. et TOBIN J. (1990), « The Macroeconomics of Government Finance », in : FRIEDMAN et HAHN (Eds) *Handbook of Monetary Economics*, chap. 17, p. 890-959.

- JOHNSON H.G. (1967) « Theoretical Problems of the International Monetary System », *Pakistan Development Review*, vol. 7, p. 1-28.
- KRICHEL T., LEVINE P. et PEARLMAN J. (1996), « Fiscal and Monetary Policy in a Monetary Union : Credible Inflation Target or Monetized Debt? », *Weltwirtschaftliches Archiv*, 132, 1, 28-53.
- KYDLAND, F. et E. PRESCOTT (1977), « Rules rather than Discretion : the Time Inconsistency of Optimal Plans », *Journal of Political Economy*, vol. 85, p. 473-492.
- LAVIGNE et VILLIEU (1996), « La politique monétaire : nouveaux enjeux, nouveaux débats? », *Revue d'économie politique*, vol. 106, n° 4, p. 492-570.
- LERNER A. (1943), « Functional Finance and the Federal Debt », *Social Research*, vol. 10, p. 38-51.
- LOEWY, M. (1988), « Reaganomics and Reputation Revisited », *Economic Inquiry*, vol. XXVI, April, p. 253-263.
- MCCALLUM, B. (1995), « Two fallacies concerning central-bank independence », *American Economic Review*, AEA Papers and Proceedings, vol. 85 n° 2, p. 207-211.
- MASSON, P. (1996), « Fiscal dimensions of EMU », *The Economic Journal*, vol. 106, July, p. 996-104.
- MILLER M. H. (1988), « The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, p. 99-129.
- MODIGLIANI F. et M. MILLER (1958), « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, vol. 48, p. 261-297.
- MODIGLIANI F. et M. MILLER (1961), « Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares », *Journal of Business*, vol. 34, p. 411-433.
- MODIGLIANI F. (1988), « MM – Past, Present, Future », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, p. 149-158.
- MOULIN, H. (1981), *Théorie des jeux pour l'économie et la politique*, Hermann.
- MOULIN, H. (1984), « Comportement stratégique et communication conflictuelle : le cas non coopératif », *Revue économique*, vol. 35, n° 1, janvier, p. 109-145.
- MUET, P.-A. (1995), « Ajustements macroéconomiques, stabilisation et coordination en union monétaire », *Revue d'économie politique*, vol. 105, n° 5, septembre-octobre, p. 739-777.
- MUNDELL R. (1962), « The Appropriate Use of Monetary and fiscal Policy under Fixed Exchange Rates », *IMF Staff Papers*, vol. 9, p. 70-79. Repris dans Mundell (1968), chap. 16.
- MUNDELL R. (1963), « Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates », *Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. 29, p. 475-485. Repris dans Mundell (1968), chap. 18.
- MUNDELL R. (1968), *International Economics*, Macmillan.
- NECK R. et E. DOKNER (1987), « Conflict and Cooperation in a Model of Stabilization Policies, a Differential Game Approach », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 11, p. 153-158.

- NORDHAUS W. (1993), « Coordination and Independence in Monetary and Fiscal Policy », *Rivista di politica Economica*, décembre, p. 219-250.
- NORDHAUS W. D. (1994), « Policy Games : Coordination and Independence in Monetary and Fiscal Policies », *Brooking Papers on Economic Activity*, n° 2, p. 139-216.
- PATAT J.-P. et BOZZI J. (1993), « Les politiques monétaires au cours du cycle économique », *Revue d'économie financière*, vol. 26, p. 51-64.
- PERSSON T. et G. TABELLINI (1993), « Designing Institutions for Monetary Stability », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policies*, vol. 39, p. 53-84.
- PERSSON T. et G. TABELLINI (1996), « Federal Fiscal Constitutions : Risk Sharing and Moral Hazard », *Econometrica*, vol. 64, n° 3, May, p. 623-646.
- PINDYCK R. (1976), « The Cost of Conflicting Objectives in Policy Formulation », *Annals of Economic and Social Measurement*, vol. 5, n° 2, p. 239-248
- PISANI-FERRY, J. (1990), « Les politiques budgétaires dans l'UEM : les questions en débat », *De Pecunia*, vol. II, n° 2-3, octobre, p. 261-274.
- POOLE W. (1970), « Optimal choice of monetary policy instruments in a simple macroeconomic model », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, mai, p. 197-216.
- ROGOFF, K. (1985a), « Can International Monetary Policy Cooperation be Counterproductive? », *Journal of International Economics*, vol. 18, p. 199-217.
- ROGOFF, K. (1985b), « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, p. 1169-1189.
- SARGENT, T. (1986), « Reaganomics and Credibility », dans son livre *Rational Expectations and Inflation*, Harper and Row, p. 19-39.
- SARGENT T. et WALLACE N. (1981) « Some Unpleasant Monetarist Arithmetics », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5, p. 1-17.
- SMITH G. (1982), « Monetarism, Bondism, and Inflation », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 14, n° 2, p. 278-286.
- SVENSSON L. (1997), « Optimal Inflation targets, 'Conservative' Central Banks and Linear Inflation Contracts », *American Economic Review*, vol. 87 n°1, March, p. 98-114.
- TABELLINI G. (1987), « Central Bank Reputation and the Monetization of Deficits : the 1981 Italian Monetary Reform », *Economic Inquiry*, p. 185-200.
- TAYLOR J. B. (1993), « Discretion versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policies*, vol. 39, p. 195-214
- TAYLOR J. B. (1996), « Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline », in *Budget Deficits and Debt : Issues and Options*, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 151-170.
- THYGESSEN N. (1993), « Pourquoi la banque centrale doit être indépendante », *Observations et Diagnostics économiques*, vol. 43, p. 100-102.
- TINBERGEN J. (1952), *On the Theory of Economic Policy*, North Holland.
- TOBIN J. (1982), « Money and finance in the Macroeconomic Process », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 14, p. 171-204.

- TOBIN J. (1986a), « The Monetary and Fiscal *Policy-mix* », *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, août-septembre, p. 4-16, repris dans PHELPS E., *Recent Developments in Macroeconomics*, vol. II, p. 508-520.
- TOBIN J. (1986b), « The Monetary-Fiscal Mix : Long Run Implications », *American Economic Review*, AEA Papers and Proceedings, mai, vol. 76, n° 2, p. 213-218.
- VILLA P. (1995), « *Policy-mix* et indépendance des banques centrales », *Économie internationale*, n° 61, p. 71-97.
- WALLACE N. (1981), « A Modigliani-Miller Theorem for Open-Market Operations », *American Economic Review*, vol. 71, p. 267-274.
- WALSH C. (1995), « Optimal Contracts for Central Bankers », *American Economic Review*, vol. 85 n° 1, March, p. 150-167.
- WOODFORD (1995), « Price Level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 43, p. 1-46.

NOTES

1. Voir par exemple PATAT & BOZZI (1993).
2. EICHENBAUM (1997) date ce changement de la conférence présidentielle de FRIEDMAN (1968) à l'AEA.
3. Bien que le *policy-mix* soit parfois oublié, comme en témoigne le récent forum de l'AEA sur le thème « existe-t-il un cœur de macroéconomie pratique auquel tout le monde devrait adhérer? », qui n'y fait pas allusion (*American Economic Review*, AEA Papers and Proceedings, mai 1997).
4. En régime de changes flexibles, la flexibilité taux de change assure l'équilibre externe, et l'on dispose de deux instruments (politique monétaire et budgétaire) pour un seul objectif (équilibre interne). Comme dans tout modèle de type IS-LM, les deux instruments sont donc redondants. En régime de changes fixes sans stérilisation (de type étalon-or) la masse monétaire est endogène, et la politique monétaire n'est plus un instrument indépendant : les autorités ne peuvent pas contrôler la masse monétaire mais seulement sa composante domestique. Cette endogénéité de la masse monétaire constitue un mécanisme autocorrecteur des déséquilibres de la balance des paiements, dès lors, le *policy-mix* est trivial : il consiste seulement à affecter la politique budgétaire à l'équilibre interne.
5. Bien que cette conclusion doive être nuancée selon le type d'incertitude : BRAINARD (1967) montre en effet qu'un principe de prudence, consistant à utiliser toute la panoplie d'instruments disponibles quel que soit le nombre d'objectifs, doit s'appliquer en cas d'incertitude sur la valeur des multiplicateurs (au contraire de l'incertitude portant sur la valeur des chocs exogènes, qui, elle, n'entame pas la validité du message de Mundell).
6. Si l'investissement est principalement fonction des débouchés, et relativement peu sensible au taux d'intérêt, ce *policy-mix* peut devenir inopérant. Toutefois, si le long terme est associé à un régime permanent de croissance, cet argument tombe, car il est difficile de supposer qu'une économie puisse fonctionner de manière permanente en excès d'offre.
7. LERNER (1943) baptisé comme « finance fonctionnelle » le principe suivant lequel la politique économique doit être analysée d'après ses résultats et non d'après une quelconque doctrine *a priori* : « ce principe est connu comme la méthode de la science opposée à la scolastique. Le principe consistant à juger les mesures budgétaires sur la manière dont elles fonctionnent dans l'économie sera nommé finance fonctionnelle ».
8. La référence au théorème de 1958 permet d'insister sur la neutralité des modes de financement, bien que, *stricto sensu*, l'analyse, intertemporelle, se rapproche davantage de l'esprit de MODIGLIANI-MILLER (1961). Incidemment, MODIGLIANI (1988) et MILLER (1988) rappellent que leur résultat de 1961 découle directement de celui de 1958.

9. À long terme, l'équilibre du budget de l'État implique que : $G = \tau Y$ où G représente les dépenses publiques (charge de la dette incluse) et τ le taux moyen d'imposition sur le revenu Y . Le multiplicateur de long terme est donc $dY/dG = 1/\tau$, quel que soit le mode de financement.

10. WOODFORD (1995) développe longuement ce point dans un modèle où le niveau des prix n'est pas contrôlable par la masse monétaire, mais par le stock de dette publique. De tels effets anti-monétaristes apparaissent dès que la création monétaire n'est pas totalement exogène, mais est utilisée pour boucler la contrainte budgétaire intertemporelle de l'État.

11. D'après une des propositions quantitativistes, affirmée par FRIEDMAN (1970) notamment, les conséquences d'une augmentation du stock de monnaie sont identiques quelle que soit la manière dont est effectuée cette augmentation. Émettre de la monnaie pour financer le déficit a les mêmes implications qu'émettre de la monnaie à l'*open-market*. Cette proposition est incohérente. Elle ne tient que si les titres publics ne sont pas une richesse nette, c'est-à-dire si l'on suppose l'équivalence ricardienne. Or, l'équivalence ricardienne est incompatible avec un financement des déficits publics par création monétaire.

12. Remarquons que FRIEDMAN (1948) lui-même a souscrit au « bondisme » avant d'adopter le point de vue qu'on qualifera par la suite de « monétariste ».

13. Historiquement, les expériences d'hyperinflation ont d'ailleurs généralement été engendrées par une création monétaire illimitée pour financer les déficits publics (CAGAN, 1956).

14. En fait, cet argument semble de peu de poids en Europe, où l'on n'observe pas de relation empirique claire entre dette publique, déficits budgétaires et inflation, et où la crédibilité des politiques monétaires restrictives n'a semble-t-il pas été entamée par l'augmentation de l'endettement public : sans doute les agents ont-ils reconnu comme un corollaire nécessaire aux restrictions monétaires la montée de l'endettement dans un contexte de croissance économique ralentie.

15. L'expansion budgétaire peut résulter d'une hausse des dépenses ou d'une réduction des impôts, selon l'idéologie du gouvernement.

16. Voir par exemple, l'ouvrage de H. MOULIN (1981) p. 5.

17. PINDYCK (1976) avait mis en évidence le coût résultant de conflits d'objectifs dans la formulation de la politique économique dans un cadre dynamique. Voir aussi NECK & DOCKNER (1987).

18. Comme dans l'analyse de ROGOFF (1985a) sur la coordination internationale des politiques économiques.

19. Le contrat optimal est lui-même sujet à incohérence temporelle. Même une réforme à l'échelon constitutionnel des statuts de la banque centrale doit être mise en œuvre. Toutefois, ce type de réforme accroît les difficultés d'un retour en arrière (cf. McCALLUM 1995).

20. On peut interpréter dans ce sens le pacte de stabilité budgétaire européen, voir plus loin.

21. C'est l'issue envisagée par TABELLINI (1987).

22. Ce conflit est qualifié par Sargent de « chicken game » (« popularisé par le cinéma américain : les deux joueurs lancent leurs voitures à pleine vitesse l'une contre l'autre, le vaincu étant le premier qui se range » MOULIN, 1984, page 120).

23. Si le banquier central, même très conservateur, n'est pas totalement hermétique au développement du chômage conjoncturel associé, alors une telle situation peut détruire la crédibilité de la politique monétaire (voir DRAZEN et MASSON, 1994).

24. Toutefois, pour BLINDER (1982) il est difficile d'attribuer une position définitive de meneur ou de suiveur à la Réserve Fédérale, pourtant réputée indépendante, dans la mesure où la séquence des décisions donne la primauté tantôt aux dispositions budgétaires et fiscales, tantôt aux mesures monétaires.

25. Pour une discussion détaillée de la question, en particulier dans ces aspects institutionnels, voir CORDIER, JAILLET & PLOHON (1993).

26. Plutôt que de problème de solvabilité il s'agit ici d'un problème de « *hard lending* » : comment gérer de brusques mouvements de défiance pouvant apparaître sur la dette publique d'un pays, devenue très substituable à celle de ses partenaires européens, qui peuvent occasionner des problèmes de taux d'intérêt (et de change dans la phase de transition).

27. Le budget central représente 1 % du PIB dans l'union européenne, contre 15 à 30 % dans la plupart des fédérations (cf. MASSON 1996, MUET 1995).