

7.2- LE MONÉTARISME

Alors que la pensée néo-keynésienne devînt dominante dès les années quarante, la résistance vînt de l'Université de Chicago où à partir de 1956, Milton Friedman construisît patiemment une théorie alternative, qu'on appellera le *monétarisme*. Il connut son heure de gloire dans les années soixante-dix, lorsque la présence simultanée d'une crise économique et d'une inflation presque galopante mit à mal certaines théories néo-keynésiennes. Le monétarisme n'est pas un retour à la conception macroéconomique d'avant Keynes ; c'est une conception nouvelle qui se place sur le terrain macroéconomique défini par Keynes, pour le contredire. La contre-révolution néoclassique, qui niera tout l'apport keynésien, viendra plus tard avec les *nouveaux classiques*.

Le monétarisme fit tache d'huile à partir de Chicago et devînt très influent mais il est intimement lié à la personnalité de Milton Friedman, son concepteur. Cette école compte également les économistes Karl Brunner (l'inventeur du terme « monétarisme » en 1968), Allen Meltzer, Philip Cagan, Edmund Phelps, Harry Johnson...

La réputation de Friedman a débordé du cercle des économistes : un public plus large le connaît pour ses positions opposées à l'intervention de l'Etat dans la vie sociale et économique, ce qui le met également en opposition avec les conclusions politiques de la théorie économique keynésienne.

7.2.1. La théorie quantitative remise à l'honneur

LA THEORIE QUANTITATIVE

La grande passion de Friedman est la théorie quantitative et notamment ses deux équations, celle de Fisher (4.23) et celle de Pigou (4.26). Patinkin prétend que *l'effet d'encaisse réelle* sous-tend la théorie quantitative chez tous les auteurs qui la professent, même si eux-mêmes n'en sont pas conscients. Friedman approuve cette mise en évidence de l'effet d'encaisse réelle. Dans l'équation de Fisher, l'augmentation de M entraîne celle de P à cause de la manière dont les agents s'y prennent pour liquider leurs encaisses excédentaires : ils paient plus cher.

Dans l'équation de Fisher, le terme PT comprend toutes les transactions, comptées à leur valeur totale. L'inclusion de la totalité de la circulation monétaire n'est pas nécessairement intéressante. A la version TRANSACTIONS de Fisher, Friedman oppose la version REVENU, formulée ainsi :

$$M.V = P.y \quad (7.17)$$

La variable y représente le revenu national réel. La valeur de $P.T$ sera normalement supérieure à celle de $P.y$, car :

- 1- L'équation (7.17) n'inclut que les transactions créatrices de revenu et non celles qui le distribuent ou le font circuler (donations et cadeaux, impôts etc).
- 2- $P.T$ compte les transactions à leur valeur totale, alors que $P.y$ ne comprend que la valeur ajoutée.

L'EQUATION FRIEDMANIENNE DE LA DEMANDE DE MONNAIE

C'est son article « The Quantity Theory- A Restatement » publié en 1956 qui lança le monétarisme. Le fil conducteur tient dans cette phrase : « The quantity theory is in the first instance a theory of the demand for money ». Friedman remarque que la monnaie est une manière de détenir de la richesse parmi d'autres. La demande individuelle de monnaie dépend de la répartition optimale du patrimoine. Sur base de cette analyse utilitarienne, Friedman construit sa fameuse équation de la demande de monnaie. On y rencontre donc trois types de facteurs :

- 1) la richesse totale à partager entre les différentes affectations.
- 2) les rendements attendus de la monnaie et des placements alternatifs.
- 3) les goûts et préférences des agents

L'article analyse la demande de monnaie en trois étapes : d'abord, celle d'un ménage représentatif, ensuite celle d'une entreprise représentative, enfin l'agrégation des demandes au niveau de la société.

Commençons par le ménage qui doit répartir sa richesse totale W . Friedman la conçoit de façon très abstraite et générale. C'est plutôt une espèce de capitalisation de l'ensemble des revenus de tous types que l'agent s'attend à recevoir dans sa vie. En prenant la formule de la capitalisation perpétuelle, on a donc :

$$W = Y/r \quad (7.18)$$

Ici, le revenu nominal Y n'est pas le revenu COURANT, mais le *revenu PERMANENT*, un concept important défendu par Friedman, sur lequel nous reviendrons au chapitre 9.5. Grosso modo, il s'agit du niveau moyen de revenu que l'agent s'attend à avoir au cours de la période considérée. Similairement, le taux d'intérêt r de cette formule est un taux moyen sur une longue période et non le taux courant.

Friedman considère cinq types d'actifs entre lesquels le patrimoine sera partagé : la monnaie M , les obligations B , les actions E , les biens physiques durables G et le capital humain, c'est-à-dire la capacité de gagner de l'argent en travaillant H . Voyons en quoi consistent les rendements de ces cinq actifs, qu'on retrouvera dans la fonction de demande de monnaie.

- 1- La **monnaie** paye son return en nature par la facilité et la sécurité qu'elle procure. D'après Friedman, ce service dépend du pouvoir d'achat d'une unité de la monnaie. Le niveau général des prix P est donc un facteur déterminant.
- 2- Les **obligations**. Soit r_b égale le coupon annuel divisé par le cours de bourse. Outre l'intérêt, il faut tenir compte des variations du cours. Friedman simplifie en prenant le cas d'une obligation perpétuelle : le cours vaut donc $1/r_b$. Ses fluctuations ne proviennent que de celles du taux, données par dr_b/dt ; le signe est négatif, car le cours varie en sens contraire du taux. Le rendement total est :

$$r_B = \frac{1}{r_b} \cdot \frac{dr_b}{dt} \quad (7.19)$$

- 3- Les **actions**. Le principe est le même que pour les obligations, mais avec un élément en plus, correspondant à l'augmentation des prix moyenne attendue

$[1/P \cdot (dP/dt)]$. En effet, contrairement aux obligations, les actions ne sont pas appelées à se déprécier du fait de l'inflation. Le rendement total est donc :

$$r_E - \frac{1}{r_e} \cdot \frac{dr_e}{dt} + \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt} \quad (7.20)$$

- 4- Le return d'un **bien physique** se limite à la réévaluation dont il peut faire l'objet par rapport à la monnaie :

$$\frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt} \quad (7.21)$$

- 5- Le **capital humain**. N'étant pas substituable avec les autres actifs, sa taille est donnée. Représentons par w le rapport du capital non humain sur le capital humain.

Il faut également mentionner les goûts de l'individu comme déterminant de la construction du patrimoine. Friedman regroupe dans la variable u l'ensemble des facteurs de ce type.

Il reste à réunir tous ces éléments dans la fonction de demande de monnaie. Moyennant quelques simplifications, on obtient finalement pour le ménage individuel la fonction :

$$M_D = f(P, r_b, r_e, \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}, w, Y, u) \quad (7.22)$$

Le premier P se justifie par le fait que u , r_b , r_e et $(1/P) \cdot (dP/dt)$ sont des rendements NOMINAUX alors que ce sont les variables REELLES qui gouvernent la demande de monnaie. Pour déterminer l'encaisse désirée, il faut tenir compte du pouvoir d'achat de la monnaie. Dans le même ordre d'idées, la demande de monnaie doit être indépendante de l'unité de mesure monétaire. Avec un dollar valant 10% de moins, la demande de monnaie vaut 10% de dollars de plus. L'équation (7.22) est donc homogène de degré un par rapport aux variables exprimées en unités monétaires P et Y .

Venons en aux entreprises. Pour elles, la monnaie est un capital à l'actif de leur bilan qui est compensé par des actions ou des dettes au passif. Sur cette base, Friedman considère qu'il n'y a pas de nouvelles variables à ajouter dans l'équation (7.22) : P , r_b , r_e , $(1/P) \cdot (dP/dt)$ représentent bien le coût de la détention de monnaie pour l'entreprise¹. Il faut juste adapter u pour qu'il intègre également les données technologiques et commerciales qui peuvent influencer la demande de monnaie (degré d'intégration verticale par exemple).

Friedman estime que l'équation (7.22) convient à la fois pour la demande de monnaie des agents individuels et pour celle de la société. On peut négliger les problèmes que pose l'agrégation. Il reconnaît toutefois que si les anticipations des agents quant à la hausse des prix diffèrent, l'agrégat dP/dt devient un concept très abstrait.

Nous arrivons maintenant au moment critique du raisonnement friedmanien. L'équation (7.22) va être transformée en équation quantitative. D'abord, l'offre de monnaie (M) remplace la demande (M_D) dans le membre de gauche, puisqu'elles doivent s'égaliser à l'équilibre. Friedman la considère comme fixée de façon

¹ Certes, les entreprises peuvent aussi obtenir leur monnaie en recourant à la création de monnaie par les banques, plutôt qu'en s'adressant aux ménages. Friedman considère cette différence comme non essentielle.

autonome^[2]. Comme M est homogène de degré un par rapport à Y et P , on peut transformer (7.22) en :

$$M = Y.f(P/Y, r_b, r_{e,p} \cdot \frac{dP}{dt}, w, Y, u) \quad (7.23)$$

On en déduit

$$M.V = Y. \quad (7.24)$$

$$\text{où } V = V(Y/P, r_b, r_{e,p} \cdot \frac{dP}{dt}, w, Y, u) \quad (7.25)$$

L'équation (7.24) n'est rien d'autre que l'équation quantitative (7.17) où le terme $P.y$ est remplacé par le revenu nominal Y . L'équation (7.25) énumère les facteurs qui influencent la vitesse de circulation selon Friedman. Ils sont manifestement différents de ceux de Fisher. Notamment, les arrangements institutionnels réglant la régularité et la fréquence des paiements n'y figurent pas. Friedman pense que ces arrangements dépendent eux-mêmes de la recherche de l'utilité maximale par les agents, qui a guidé l'élaboration de ses équations.

La question essentielle est : quel sera l'effet d'une variation de M ? Prenons l'exemple d'une hausse. Il y a deux sous-questions :

- 1- le revenu nominal, augmentera-t-il ; autrement dit, est-il exclu qu'une variation inverse de V compense celle de M ?
- 2- si le revenu nominal Y augmente, comment cette augmentation se répartira-t-elle entre le revenu réel et le niveau des prix ?

Concernant la première sous-question, Friedman écrit : « The quantity theorist accepts the empirical hypothesis that the demand for money is highly stable ». La demande de monnaie étant l'inverse de sa vitesse de circulation, la stabilité de l'une implique celle de l'autre. Les variations de M ne devraient donc pas être compensées par celles de V . Friedman précise toutefois que cette stabilité ne doit pas être comprise comme une constance dans le temps, mais comme une relation stable entre la demande de monnaie et les facteurs qui la déterminent. Cette mise au point, fût-elle judicieuse, a l'inconvénient qu'on ne voit plus très bien si oui ou non une variation du taux d'intérêt affectera la demande de monnaie. Dans un article paru en 1959, Friedman considérera la demande de monnaie comme inélastique par rapport au taux d'intérêt, mais cette idée ne se retrouvera pas dans tous ses écrits et elle semble en contradiction avec l'équation (7.22) ci-dessus.

La deuxième sous-question ne trouvera une réponse étayée que dans des publications ultérieures, mais Friedman en donne un avant-goût : « money does matter (...) any interpretation of short term movements in economic activity is likely to be seriously at fault if it neglects monetary changes »^[3]. Cette citation suffit à illustrer le fossé entre Friedman et les théoriciens quantitativistes antérieurs^[4].

Friedman compare sa théorie représentée par l'équation (7.23) avec celle de Keynes reflétée par le graphique 5.2. Chez Keynes, l'équilibre du marché monétaire ne

² Comme Fisher, Friedman voit dans le caractère autonome de l'offre de monnaie une caractéristique fondamentale de la théorie quantitative. Il écrit « there are important factors affecting the supply of money that do not affect the demand for money » ([99] p. 16).

³ Friedman [99] p. 3

⁴ Friedman rappelle toutefois que Fisher permettait une influence de M sur T à court terme.

détermine que le taux d'intérêt. Chez Friedman, la hausse de M entraînera des ajustements de tous les facteurs de l'équation (7.23). Notamment, une augmentation de M pourrait stimuler la demande de biens physiques.

LA MONNAIE, LE REVENU NOMINAL, LE REVENU REEL ET LES PRIX

Friedman publie en 1963 son étude monumentale « A Monetary History of the United States 1867-1960 ». Un chapitre de plus de cent pages est consacré à la période 1929-1933, qui a vu la plus grande dépression économique de l'histoire. Ce chapitre commence par égrener quelques chiffres qui donnent la mesure de l'événement. Le produit national des Etats-Unis en prix courants a baissé de plus de moitié ; en prix constants, il a baissé de plus du tiers ; les prix de plus d'un quart. Pour trois travailleurs actifs, il y avait un chômeur. Le stock de monnaie se réduisit d'un tiers. Le nombre de banques commerciales également d'un tiers. La vitesse de circulation de la monnaie déclina de près d'un tiers. Une baisse de V est habituelle en dépression et vu la sévérité de celle-ci, on aurait pu s'attendre à une baisse de V encore plus sensible, mais elle fut freinée car les nombreuses faillites bancaires modérèrent l'envie du public de détenir des encaisses. Friedman estime que l'attitude des autorités monétaires américaines pendant la grande crise fut inepte. Elles ne s'opposèrent pas activement à la baisse de la masse monétaire et ne soutinrent pas suffisamment les banques en difficulté en leur apportant des liquidités. Sans leur incompétence⁵, la crise eût été moins grave. Voilà donc une illustration du pouvoir de la monnaie : mal gérée, elle dérègle toute l'économie. Les statistiques exposées dans l'ouvrage montrent toutefois que la monnaie de base émise par la réserve fédérale augmenta pendant la période incriminée et que la baisse de M s'explique par la chute des deux ratios bancaires, le ratio *dépôts / réserve* et le ratio *dépôts / billets de banque*, qui dépendent autant du public et des banques commerciales que de l'autorité monétaire⁶.

Venons-en aux conclusions tirées par Friedman concernant la relation entre l'évolution de la masse monétaire M et celle des variables Y , y et P sur l'ensemble de la période étudiée. Le tableau suivant donne le degré de corrélation de chacune des trois variables avec M , tel qu'il ressort des recherches empiriques de Friedman :

Variables		Mouvements à court terme	Mouvement séculaire
Y	<i>revenu nominal</i>	élevé	élevé
y	<i>revenu réel</i>	élevé	bas
P	<i>niveau des prix</i>	élevé	élevé

Passons maintenant de la corrélation à la causalité. « One thing is abundantly clear from our narrative. Monetary changes have in fact often been independent, in the sense that they have often not been an immediate or necessary consequence of contemporaneous changes in business conditions »⁷. La corrélation s'explique donc par l'influence de la monnaie sur les autres variables. Friedman reconnaît qu'il est difficile à l'économiste d'isoler les effets des actions des autorités monétaires ; d'autres événements économiques interagissent, auxquels les effets observés pourraient également être attribués. Pour étayer sa vision de la causalité, Friedman

⁵ Cette incompétence est une simple constatation empirique que Friedman ne s'explique pas.

⁶ Friedman & Schwartz [108] p. 333.

⁷ Friedman & Schwartz [108] p. 686

s'appuie sur une argumentation empirique plutôt que théorique. A ce titre, Friedman reconnaît l'existence d'influences en sens inverse ; l'un des trois déterminants de la masse monétaire, le *ratio dépôts / réserves*⁸ se montre sensible au cycle des affaires.

Le tableau que dépeint Friedman pour la période 1929-1933 ne semble pas soutenir ses conclusions ; est-ce dû à la particularité de cette période ?

7.2.2. La politique monétaire et budgétaire

Les propositions de Friedman ont varié dans le temps mais elles s'appuyaient toujours sur les mêmes principes. Le premier d'entre eux est l'opposition à toute politique contracyclique. Le niveau des taxes, celui des dépenses publiques et la masse monétaire doivent connaître une croissance stable et indépendante de la phase du cycle dans laquelle se trouve l'économie. Même si on admet l'avantage d'une politique qui renforce la demande globale lorsqu'elle est faible et qui la bride lorsqu'elle surchauffe, il reste le problème de la synchronisation des effets de ces politiques avec l'état de la demande globale. Or l'Etat maîtrise les effets de ses politiques budgétaire et monétaire trop imparfaitement. Friedman énumère trois types de délais, dont l'addition rend improbable que les effets se fassent sentir au moment opportun ; il les énonce ainsi⁹ :

- 1- the lag between the need for action and the recognition of this need
- 2- the lag between recognition of the need for action and the taking of action
- 3- the lag between action and its effects

Friedman disqualifie totalement la politique budgétaire. Qu'en est-il de la politique monétaire ? Il conteste l'efficacité de la proposition keynésienne bien connue : la création de monnaie fait baisser le taux d'intérêt, ce qui relance l'investissement. Certes, dans un premier temps, la recette marche. Mais ce succès apparent n'est que le début du processus, pas la fin. L'accroissement des dépenses va doper la demande de monnaie, la demande de prêts et les prix, ce qui réduira même peut-être les encaisses réelles. Après la tendance à la baisse, le taux d'intérêt connaîtra une phase de pression à la hausse. Et il finira par revenir au niveau qui serait le sien si la politique monétaire n'avait pas rêvé de l'en écarter. Friedman compte grosso modo une année pour que le taux d'intérêt commence à augmenter après l'action de l'autorité monétaire et une deuxième année pour qu'il revienne au taux naturel. Et comme le taux d'intérêt MONÉTAIRE inclut une prime pour se prémunir contre l'inflation anticipée (cf. Fisher), ce taux se trouvera même plus élevé, car les agents anticiperont vraisemblablement la poursuite de la hausse des prix. Friedman conclut : « As an empirical matter, low interest rates are a sign that monetary policy has been tight- in the sense that the quantity of money has grown slowly ; high interest rates are a sign that the monetary policy has been easy- in the sense that the quantity of money has grown rapidly »¹⁰.

Les objectifs raisonnables pour la politique monétaire sont¹¹ :

- 1- "prevent money itself from being a major source of economic disturbance
- 2- "provide a stable background for the economy

⁸ Les deux autres sont : la *monnaie de base* émise par la banque centrale et le *ratio dépôts / billets de banque*.

⁹ Friedman [97] p. 382.

¹⁰ Friedman [101] p. 7.

¹¹ Friedman [101] pp. 12-14.

- 3- “offsetting major disturbances in the economic system arising from other sources. Les perturbations d’importance secondaire ne doivent pas être combattues, car la réaction ne viendra jamais au bon moment avec la force juste.

Concrètement, les objectifs de la politique monétaire doivent être formulés sur base d’une variable qui est effectivement contrôlable par les pouvoirs publics. Il faut donc exclure des variables comme le taux d’intérêt, le taux de chômage... Même le taux d’inflation n’est pas suffisamment contrôlable pour servir d’objectif à la politique monétaire^[2]. L’objectif doit porter sur les agrégats monétaires eux-mêmes. Dans le cas des Etats-Unis pendant les années soixante, Friedman préconisait une croissance de 3 à 5%. Mais comme il le précise lui-même, c’est moins le taux qui importe que sa stabilité et le fait qu’il soit connu à l’avance par le public.

En conclusion, nous avons constaté chez Keynes le paradoxe qu’après avoir fait de la monnaie le centre de l’économie, il pensait que la politique monétaire avait peu d’effet. Le paradoxe continue avec les monétaristes, car ceux-ci reprochent aux keynésiens de sous-estimer l’influence de la politique monétaire mais ils en déconseillent l’emploi vu son caractère potentiellement perturbateur.

7.2.3. « The Opimal Quantity of Money »

Tel est le titre d’un article assez étonnant écrit par Friedman en 1969. Il y défend une autre règle que celle des 3 à 5% mentionnée ci-avant, en se basant sur une argumentation quasi-microéconomique, comme Patinkin l’avait fait (cf. 6.5.1), mais avec des conclusions différentes. Il intitule d’ailleurs sa conclusion « A Final Schizophrenic Note ». La règle de 3 à 5% n’est pas répudiée mais ramené à une règle à court terme facile à mettre en place. C’est par pragmatisme que Friedman la recommande ; mais la réflexion théorique- il faut bien le dire : fort abstraite- le conduit à une autre conclusion. Voyons-en la substance.

L’individu représentatif^[3] répartit son revenu entre la consommation et les variations de son patrimoine mobilier qui comporte divers types d’actif, principalement la monnaie, les obligations et les actions. Pour ce faire, il doit tenir compte des facteurs suivants :

- L’IRD (internal rate of discount) qui est le taux d’impatience fisherien entre consommation présente et consommation future. L’IRD d’origine, sans prêt ni emprunt, est noté $IRD(0)$.
- Les rendements des actifs, c’-à-d zéro pour la monnaie, r_e pour les actions, r_b pour les obligations.
- Le taux d’inflation anticipé μ qui déprécie la monnaie et les obligations mais pas les actions.
- Les avantages non pécuniaires marginaux des actifs^[4] : $MNPS_e$ (actions), $MNPS_b$ (obligations) et $MNPS_m$ (monnaie). Au sous-chapitre 6.5.2, il a été abondamment question des services de la monnaie. La nouveauté est que “just as the holding of money balances yields non-pecuniary returns in the form of a feeling of security

¹² Lors de l’instauration de la monnaie unique européenne, l’objectif imparti à l’autorité monétaire était une inflation annuelle de 2%.

¹³ Friedman tient également compte des entreprises ; je les ignore à titre de simplification.

¹⁴ « Marginal Non Pecuniary Services ».

and pride of possession, so also the possession of a bond may yield similar non-pecuniary returns”^[15]. Friedman formule deux hypothèses les concernant :

- $MNPS_m$ et $MNPS_b$ sont chacun une fonction décroissante des deux variables m_i et v_i ; m_i est le ratio de l'encaisse sur le revenu et v_i est le ratio de la valeur du portefeuille d'obligations sur le revenu.
- $MNPS_m > MNPS_b$.

Ces deux hypothèses me paraissent discutables mais elles sont indispensables au raisonnement friedmanien.

Selon un principe bien connu, l'agent optimise son bien-être en consommant, thésaurisant, prêtant et empruntant de façon à égaliser l'avantage marginal de chaque option. Le capital par actions étant ignoré, l'équation d'équilibre individuel est :

$$MNPS_m - MNPS_b = IRD(0) - MNPS_b + \mu = r_b \quad (7.26)$$

Friedman montre qu'au niveau social agrégé, partant d'un équilibre avec des prix stables, si on crée une inflation positive par un accroissement de M constant et prévisible, il en résultera une perte de bien-être du fait de la baisse de la valeur réelle de l'encaisse^[16]. Inversement, une baisse de M suscitant un μ négatif accroît l'encaisse réelle et donc le bien-être^[17]. Dans ce cas, le bien-être augmente jusqu'à un maximum au-delà duquel il redescend, car l'encaisse très élevée entraîne des coûts. Cet optimum social sera atteint pour $r_b = 0$; en ce point, le taux d'inflation négatif compense exactement le taux d'intérêt réel, qui reste donc positif. En bon néoclassique, Friedman considère que le taux d'intérêt réel est insensible à la politique monétaire qui ne peut gouverner que le taux nominal ; en générant une inflation négative, elle peut réduire le taux d'intérêt nominal qui égale le taux d'intérêt réel exogène plus l'inflation anticipée. « Our final rule for the optimum quantity of money is that it will be attained by a rate of price deflation that makes the nominal rate of interest equal to zero »^[18].

En situation stationnaire, la politique de l'autorité monétaire doit viser à faire baisser M au taux de déflation souhaité. Si l'économie est en croissance, M devra varier à un rythme valant le taux de croissance moins le taux de déflation souhaité.

Cette règle rééquilibre le patrimoine en faveur de l'encaisse monétaire dont l'attrait souffre plus de l'inflation que celui des autres actifs, car elle ne rapporte pas d'intérêt dont le taux peut être ajusté à la hausse des prix. Commentant l'article de Friedman, Sanches le résume ainsi : “When the nominal interest rate is positive, households and firms hold too little money”^[19]. Friedman remarque lui-même que le même objectif peut être atteint par une voie alternative : l'attribution d'un intérêt sur les avoir monétaires.

Selon Sanchez, les principales critiques qui furent adressées à cette théorie friedmanienne sont :

¹⁵ Friedman [102] p. 24. La citation ne mentionne pas les actions. Friedman les fait intervenir pour mémoire ; il les élimine ensuite du raisonnement à titre de simplification.

¹⁶ Le niveau des prix P augmentera plus que la masse monétaire parce que les agents tenteront de détenir moins d'actifs sans risque pour fuir l'effet de la hausse des prix : se heurtant à l'impossibilité de réaliser leur désir de diminuer leur encaisse (M est exogène), il ne leur restera qu'à pousser encore les prix à la hausse.

¹⁷ Tant que $r_b > 0$, $MNPS_m$ l'est également. L'accroissement de l'encaisse réelle crée donc du bien-être.

¹⁸ Friedman [102] p. 34.

¹⁹ Sanches [325] p. 10

- 1- La perte de bien-être due aux encaisses trop restreintes est faible.
- 2- La politique monétaire vise d'autres objectifs plus importants que le coût d'opportunité de la détention de monnaie.

7.2.4. Comment Friedman perçoit sa controverse avec les keynésiens

Dans l'article « A Theoretical Framework for Monetary Analysis » (1970), Friedman fait le point sur sa controverse avec les keynésiens. Pour apprécier l'effet d'un élargissement de l'offre de monnaie, il part de l'équation quantitative cambridgienne :

$$M = k.P.y \quad (7.27)$$

La théorie néoclassique traditionnelle, suivant l'exemple de Marshall, considère qu'à court terme, l'équilibre s'ajuste à un choc quelconque par les prix (variable P) et non par les quantités. Keynes, qui, d'après Friedman, ne s'intéressait qu'au court terme, inverse la relation. Il privilégie l'ajustement par les quantités, à tel point que Friedman considère l'hypothèse de prix rigides comme sous-jacente dans la théorie keynésienne. Dans l'équation (7.27), une variation de M laissera donc P intact ; qui de y ou k supportera l'ajustement ? De deux choses, l'une :

- ou bien la demande de monnaie spéculative ne suffit pas à éponger la monnaie nouvellement émise et le taux d'intérêt baissera, stimulant le revenu réel y . L'hypothèse des prix rigides est nécessaire, car la variation du taux d'intérêt suppose que les agents se comportent comme si la variation de la masse monétaire NOMINALE équivalait à une variation de la masse monétaire REELLE.
- soit, prévaut la trappe des liquidités ; alors la demande de monnaie, représentée par k , absorbe la totalité de l'ajustement et le taux d'intérêt reste constant et avec lui le revenu réel.

Friedman considère que sa théorie distribue l'ajustement sur les trois variables k , y et P . Délibérément, Friedman est réticent à être plus précis quant à l'importance des variables dans l'ajustement, mettant de nouveau en exergue le REVENU NOMINAL ($y.P$). Il conclut toutefois : « I regard the description of our position as “money is all that matters for changes in NOMINAL income and for SHORT-RUN changes in real income” as an exaggeration but one that gives the right flavor of our conclusions »²⁰.

Dans le même article, il présente son fameux « simple common model ». L'idée sous-jacente, toute paradoxale, est la proximité entre les théories néoclassique et keynésienne ; les divergences sont plus économétriques que théoriques et peuvent être réduites au poids à attribuer à quelques variables. Un jour, les études empiriques mettront d'accord les économistes des deux bords.

L'économie peut être synthétisée par un modèle à sept équations et sept inconnues : C (la consommation), I (l'investissement), Y (le revenu nominal), r (le taux d'intérêt), P (le niveau des prix), M^D (la demande de monnaie) et M^S (l'offre de monnaie). Keynésiens et monétaristes sont d'accord sur six des sept équations. Voici ce tronc commun :

²⁰ Friedman [103] p. 217

$$C/P = f(Y/P, r) \quad (7.28-A)$$

$$I/P = g(r) \quad (7.28-B)$$

$$Y/P = C/P + I/P \quad (7.28-C)$$

$$M^D = P \cdot I(Y/P, r) \quad (7.28-D)$$

$$M^S = h(r) \quad (7.28-E)$$

$$M^D = M^S \quad (7.28-F)$$

Le lecteur est maintenant habitué à rencontrer les relations fonctionnelles et les égalités (7.28-A à 7.27-F) ; la seule qui surprend est la cinquième, qui fait dépendre l'offre de monnaie du taux d'intérêt ; Friedman l'intègre « to be consistent with the literature ». Mais il précise qu'elle peut être remplacée par une équation exprimant l'exogénéité.

La divergence porte sur ce que Friedman appelle la « missing equation » :

$$\text{keynésiens :} \quad P = P_0 \quad (7.29-A)$$

$$\text{néoclassiques :} \quad y = y_0 \quad (7.29-B)$$

L'équation (7.29-A) exprime la rigidité des prix à laquelle il a été fait allusion ci-dessus. L'équation (7.29-B) souligne la dichotomie néoclassique : le revenu réel est déterminé de façon exogène par la théorie de la valeur, c'est-à-dire que le système d'équations walrassien régit le secteur réel de l'économie.

Friedman attribue au modèle néoclassique et au modèle keynésien une faiblesse commune : les hypothèses 7.28-A et 7.28-B les dispensent d'élaborer un mécanisme expliquant comment la variation de Y se distribue entre y et P . Friedman a ici le tort de sous-estimer la théorie de Keynes. Rappelons-nous le huitième mécanisme au sous-chapitre 5.1.1. Keynes y analyse les facteurs répartissant l'influence d'une variation de M sur y (ou T) et P ; ce mécanisme de la théorie générale dément l'hypothèse de la rigidité des prix que Friedman impute à Keynes.

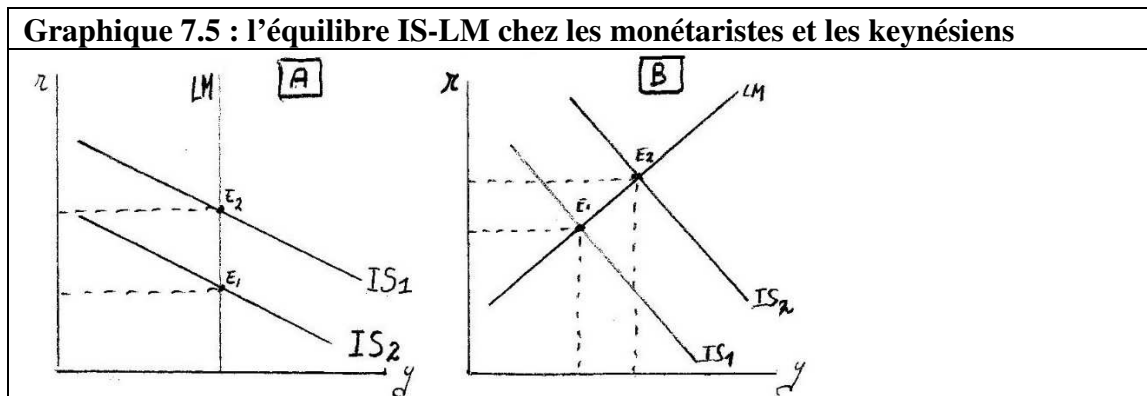
Dans l'idée de l'analyse économétrique, Friedman explore la problématique du mécanisme de répartition entre y et P . Il imagine ainsi un système de deux équations non indépendantes expliquant dP/dt et dy/dt par différentes variables, qui pourrait être testé empiriquement.

Dans un article-réponse publié en 1972, **Tobin** s'étonne de la vision de la controverse exposée par Friedman. Selon lui, les « missing equations » (7.29) ne reflètent ni la théorie monétariste, ni la théorie keynésienne. « I had thought that both monetarists and neo-Keynesians agreed that short-run variations of money income ($P \cdot y$ or $M \cdot V$), however caused, were generally divided between changes in output and changes in price »^[21]. Nous avons déjà remarqué que le point de vue de Friedman n'est pas constant en cette matière.

Tobin s'attendait à trouver en exergue l'opposition quant à la courbe LM. Une opposition telle que reflétée dans le graphique 7.5. A gauche, la courbe LM monétariste, qui est verticale, car la demande de monnaie est réputée insensible aux variations du taux d'intérêt^[22]. A droite, la courbe LM élastique des keynésiens.

²¹ Tobin [363] p. 854

²² L'avis de Friedman sur cette question ne fut pas constant, comme nous l'avons vu.



Toujours selon Tobin, de ces courbes LM différentes découlent des conclusions divergentes pour la politique économique. Sur la figure de gauche, une élévation de la courbe IS par une politique budgétaire ad hoc ne permet pas d'accroître le revenu réel y et n'a d'autre effet que l'accroissement du taux d'intérêt. Pour accroître y , il faudrait pousser la courbe LM vers la droite en augmentant M/P , ce qui n'est pas simple dans l'optique monétariste, car l'augmentation de M peut entraîner celle de P . Chez les keynésiens, la hausse du taux d'intérêt générée par l'accroissement des dépenses publiques libère des encaisses de spéculation qui deviennent des encaisses de transactions pouvant financer la demande supplémentaire sur le marché des biens.

Comme on le voit, monétaristes et keynésiens ne parvinrent même pas à se mettre d'accord pour définir leurs points de convergence et de divergence.

7.2.5. La contre-révolution monétariste : acte deux

L'année 1968 marque une étape importante dans la carrière de Friedman. Pour la première fois apparaît dans une publication son nouveau cheval de bataille, le *taux de chômage naturel*. En fait, Friedman propose une nouvelle manière d'appréhender comment une variation du revenu nominal se partage entre le revenu réel et le niveau des prix, un sujet resté assez obscur dans ses écrits antérieurs. Treize ans après la remise à l'honneur de la théorie quantitative, Friedman parvient une nouvelle fois à emporter l'adhésion d'une frange importante de la profession économique.

Le nouvel assaut de Friedman ne peut être compris que dans son contexte : le débat sur la courbe de Phillips, que nous examinerons au sous chapitre 7.3.3. Les keynésiens avaient intégré la courbe de Phillips dans leur arsenal pour fonder théoriquement l'idée d'un possible arbitrage entre l'inflation et le chômage dans le chef de la politique économique. L'attaque de Friedman contre cette théorie lança le débat qui écornait sérieusement le crédit de l'école néo-keynésienne.

Ne déflorons pas ici l'exposé consacré à ce débat, mais résumons en deux mots le nouveau leitmotiv de Friedman. Toute tentative de la politique monétaire ou budgétaire de réduire le chômage en dessous de son taux naturel, au prix d'une poussée inflationniste, peut obtenir des résultats à court terme, mais ceux-ci seront suivis par le retour au taux naturel. En voici la raison : les agents déterminent leurs actions sur base des grandeurs REELLES anticipées (prix relatifs, taux d'intérêt et salaire réels...). L'inflation n'affecte donc pas les comportements lorsqu'elle est anticipée correctement. Par contre, si elle prend les agents par surprise, ils seront dupés et la prendront pour une variation des grandeurs réelles. Les salariés au chômage

répondront à cet appel, croyant que le salaire réel a augmenté. Lorsqu'ils se rendront compte de leur méprise, les agents ajusteront leur offre vers le bas. Le chômage reviendra au taux naturel. Par contre, l'inflation est irréversible.

*

Friedman et le taux de chômage naturel : voir extrait 45

Friedman et l'incertitude : voir extrait 62

La fonction de consommation : voir extrait 63