

## Libres digressions sur le colloque franco-américain

Michel Aglietta

Le colloque franco-américain sur les différents aspects économiques de la politique de Reagan a laissé bien des spectateurs français insatisfaits et dubitatifs. L'impression de frustration qui s'est installée au cours des débats vient peut-être de ce qu'il y a rarement eu de véritable confrontation parmi les participants américains au cours des deux journées et demi du colloque. On pourrait s'en réjouir en se disant qu'est bienheureux le pays où peut se former un tel consensus sur les objectifs et les moyens d'une politique économique ! Un climat aussi euphorique est étrange pour des observateurs français qui ont l'habitude de voir dans leur pays les propositions les plus anodines faire l'objet de véritables batailles rangées. Malheureusement quiconque est un peu familier avec la lecture de la presse économique et financière des Etats-Unis peut se rendre compte que l'atmosphère optimiste du colloque est bien loin d'être reflétée dans les doutes et les hypothèses pessimistes sur l'avenir à moyen terme, quotidiennement exprimées par les experts des milieux financiers. C'est d'ailleurs une ironie que moins de deux mois après la tenue du colloque, le Gouvernement américain lui-même ait été contraint d'annoncer l'échec probable de son objectif majeur, c'est-à-dire la résorption du déficit budgétaire en 1984. Quant à l'hypothèse de croissance rapide et soutenue dès la fin de l'année 1981, elle doit céder le pas devant la réalité d'une nouvelle récession, guère plus d'un an après la précédente de 1980 et au terme de trois années de stagnation de la production industrielle.

On peut donc penser à bon droit que les controverses légitimes que suscite la nouvelle politique, d'autant plus animées qu'elle se veut résolument novatrice, ont été absentes à quelques rares moments près, soit à cause d'un trop grand monolithisme dans la participation, soit à cause d'une réticence à

critiquer son propre Gouvernement sur le territoire d'un pays étranger. Les quelques interventions incisives faites par certains commentateurs français ne pouvaient certes pas pallier au manque de pugnacité des débats.

Ce climat d'unanimité quelque peu gênée était d'autant plus visible que les représentants patentés de l'Administration ne se présentaient pas comme des pragmatistes prudents et agnostiques, mais bien plus comme les croisés d'une foi nouvelle, vouée à combattre implacablement le mal absolu d'où sont venus tous les maux de la société américaine, à savoir le keynésianisme ! Ainsi a-t-il été possible d'assister le plus souvent à un réquisitoire contre un accusé absent et dépourvu d'avocat. Ce réquisitoire était destiné à dresser un panorama catastrophique de tout ce qu'avaient fait les gouvernements successifs, qu'ils aient été démocrates ou républicains, depuis une quinzaine d'année. Sur ce lit de turpitudes a été dressée la doctrine pure et dure du nouveau cours de la politique économique. Au fil des discours les mêmes affirmations ont été martelées avec une certitude sans faille. Manifestement le doute scientifique n'effleure pas l'esprit de la nouvelle équipe dirigeante aux Etats-Unis ! Comme cela se produit de loin en loin dans l'histoire des Etats-Unis, l'heure n'est pas à l'art délicat du compromis mais à la conviction sans concession pour tenter de provoquer un élan unanime. C'est pourquoi la nouvelle doctrine se présente comme un retour aux sources, un appel à la vigueur de l'esprit pionnier étouffé par l'emprise tentaculaire de l'Etat fédéral et mithridatisé par les euphorisants keynésiens. Cet esprit est celui de l'initiative individuelle et du goût de l'effort stimulé par le marché délivré de toute entrave. Cette dimension morale, presque religieuse, de la doctrine reaganienne ne doit jamais être perdue de vue pour en comprendre la signification et pour éviter d'être égaré par la violence du ton avec lequel elle est proclamée.

### **Un exposé doctrinal intransigeant**

Le fondement théorique de la doctrine a deux composantes : le *monétarisme* et l'*économie de l'offre*. Ces deux courants sont unis devant Keynes, l'ennemi commun. Mais le diagnostic qu'ils portent sur ce qui est le plus nocif dans l'inflation n'est pas le même et les priorités de la stratégie économique présentent des différences qui sont plus que des nuances. Dans l'atmosphère du colloque les protagonistes des deux tendances de la doctrine reaganienne ont tenu à gommer les différences, tout au moins à en minimiser la portée, de sorte qu'elles ont semblé être des subtilités académiques. Mais il n'est pas du tout évident qu'il en soit ainsi devant les premières difficultés sérieuses rencontrées par l'application du programme de politique économique. En présence de la persistance des taux d'intérêt élevés, monétaristes et économistes de l'offre n'en jugent pas la gravité au même degré. Les premiers sont prêts, s'il le faut, à les

laisser se perpétuer pour une durée indéterminée si c'est le prix à payer pour réduire durablement le rythme de croissance de la masse monétaire. Ils y voient, en effet, la seule recette pour diminuer durablement l'inflation. Les seconds, au contraire, désirent avant tout créer des conditions favorables au déclenchement d'une vague puissante d'investissements productifs. Il faut donc que les taux d'intérêts à long terme diminuent rapidement. Traditionnellement la controverse sur le niveau des taux d'intérêt opposait monétaristes et keynésiens ; elle épousait le clivage entre la Maison-Blanche et le Fed. Dans la nouvelle configuration des pouvoirs à Washington, il se peut qu'elle soit portée au sein même du groupe des conseillers du Président.

L'opposition larvée entre monétaristes et économistes de l'offre affleure également sur l'opportunité du « tax cut », d'autant qu'elle n'est pas indépendante des différences de jugement sur le danger des taux d'intérêt élevés. Le « tax cut » a été inspiré par les économistes de l'offre qui ont réussi à le faire passer pour une mesure prioritaire parce qu'ils en attendent des changements radicaux dans les comportements des agents économiques. Les ménages qui fournissent du travail devraient modifier la valeur subjective qu'ils accordent au temps libre relativement au revenu marginal tiré de l'offre de travail et augmenter leur offre. Les ménages qui fournissent du capital devraient accroître leur offre parce que la réduction fiscale diminue le coût marginal de l'épargne relativement à celui de la consommation. L'argument se poursuit en affirmant que l'augmentation de l'offre de facteurs de production va élever la production et par conséquent le revenu réel global au point que les recettes fiscales supplémentaires couvriront largement le déficit qui se produirait si le revenu était inchangé. De leur côté, les monétaristes du Fed qui ont la charge de piloter l'évolution des agrégats monétaires sont peu enclins à croire à cette magie de l'offre. Sachant d'expérience qu'une forte réduction des recettes fiscales ne peut que creuser le déficit budgétaire au moins à court terme et que la communauté financière est très sensible à la demande de financement du Trésor, le Fed se plaint d'avoir à supporter tout le choc de la stratégie anti-inflationniste. La politique monétaire doit être d'autant plus stricte et les taux d'intérêt restent d'autant plus hauts que les progrès accomplis dans le rééquilibrage budgétaire sont plus lents. Il n'est donc pas certain que les deux composantes de la doctrine présidentielle coopèrent harmonieusement. Il est fort possible que la politique économique des Etats-Unis oscille entre deux excès : celui qui prétend que seule l'offre compte d'une part, celui qui prétend que seule la monnaie compte d'autre part. Ces deux excès se rejoignent en prétendant condamner le soutien de la demande effective. Ces originalités doctrinales peuvent coûter cher en perte de croissance.

En soulignant bien ces originalités, le colloque a eu le mérite de donner aux observateurs une idée des croyances qui inspirent l'action gouvernementale des Etats-Unis, au-delà des divergences sur la mise en œuvre de la politique

économique. Ces croyances sont si fortes que leurs propagandistes se perçoivent comme les agents d'une transformation profonde de la société américaine. Reagan n'a-t-il pas déjà été présenté comme le Président des Etats-Unis le plus important depuis Roosevelt ?

La première conviction est *une vision du long terme qui conduit à rejeter comme pernicieuse toute politique de réaction aux perturbations conjoncturelles*. Cette conviction est évidemment associée à celle de la force des automatismes stabilisateurs incorporés dans les économies de marché. Livrés à eux-mêmes ces systèmes ne peuvent pas provoquer des distorsions graves même s'ils sont soumis à des choix sévères. Or de telles distorsions existent, dit-on, dans l'économie américaine contemporaine. Si elles n'existaient pas, comment serait-il possible de monter en épingle la « nouveauté » des propositions de la nouvelle Administration ? La conclusion s'impose d'elle-même : les distorsions graves ont été provoquées par la politique active de régulation de la demande parce qu'elle est incapable de se donner des objectifs à long terme et de tenir compte des répercussions à long terme de ses actions. Cette critique a été formulée tout particulièrement par P. Mac Cracken. De son côté, J. Jordan en tire un certain nombre d'enseignements : éviter les politiques conjoncturelles actives, ne pas attendre des résultats immédiats, se garder de la confusion entre les actions destinées à influencer durablement les variables réelles et celles qui doivent contrôler les grandeurs monétaires.

Comment ces principes doivent-ils être appliqués dans la lutte prioritaire contre l'inflation ? Il faut distinguer entre les composantes transitoire et structurelle de l'inflation, et agir sur cette dernière. Cette distinction ne coïncide pas avec le couple inflation anticipée/non anticipée : on y relève l'influence des économistes de l'offre. Pour ce faire le programme anti-inflationniste doit combiner une réduction progressive du rythme de croissance de la masse monétaire, une diminution des dépenses publiques dans le PIB, une action sur les conditions réelles de la croissance. Jordan ne voit pas de conflit entre ces éléments de la politique parce qu'il se situe délibérément dans le long terme. La diminution des dépenses publiques est un moyen pour permettre une baisse réelle de la fiscalité. La diminution permanente du taux d'intérêt ne sera atteinte que si l'on peut déplacer l'allocation des ressources de la consommation vers l'investissement. C'est pourquoi la crédibilité de la politique monétaire est influencée par celle de la politique budgétaire. Le problème de la conciliation des différentes dimensions temporelles ne doit pas concerner le contenu de la politique mais le rythme de son application. Comme la mise en œuvre du programme peut transitoirement accentuer les distorsions de l'économie, le risque est d'aller soit trop vite, soit trop lentement. Pour déterminer le rythme pertinent il faut pouvoir mesurer l'avantage à long terme d'un environnement moins inflationniste en terme d'accroissement réel du niveau de vie moyen et le confronter à la perte transitoire du revenu réel associée à différents rythmes de mise en œuvre. Le

rythme optimal est celui qui égalise marginalement l'avantage et le coût. Tout cela est bel et bon ; mais les divergences qui surgissent déjà sur l'inconvénient des taux d'intérêt élevés, la ténacité du déficit budgétaire, les risques de récession en 1982, montrent bien que nos sociétés démocratiques et matérialistes vivent dans le court terme. Aucun responsable politique ne peut se soustraire à la nécessité d'avoir à montrer des résultats rapides.

La deuxième conviction de principe a été énoncée avec beaucoup de force par N.B. Ture. *L'économie de l'offre est une application de la théorie des prix relatifs à l'analyse des problèmes qui impliquent les agrégats économiques.* Cela se traduit par une hypothèse très forte : *l'antériorité des effets prix sur les effets revenus.* Cette hypothèse s'oppose radicalement à tout courant théorique qui interprète le sous-emploi en terme d'équilibre à prix fixe et qui décrit les conséquences d'un choc économique par une séquence de déséquilibres quantitatifs qui se répercutent de marché en marché. Si l'ajustement des prix relatifs à toute action de politique économique est premier, il ne peut se produire aucun effet multiplicateur sur la demande globale d'un changement dans la dépense publique ou dans la pression fiscale. Il faut dans chaque cas identifier les coûts d'opportunité qui vont être modifiés en premier lieu. La réaction des agents économiques à leur perception de cette modification provoque un changement dans l'allocation des ressources productives et dans les droits sur le produit net. La variation du revenu réel global n'est qu'un effet induit de ce processus allocatif qui fait bouger le volume global et la composition de la production.

On trouve l'opposition théorique entre le point de vue néo-classique et le point de vue keynésien sur la formation des revenus portée à un degré extrême. Pour les néo-classiques la production précède logiquement les revenus et la demande. Les revenus découlent des achats effectués par les agents économiques. Pour les keynésiens la formation du revenu précède logiquement la production et les achats-ventes. Le revenu est injecté dans l'économie en contrepartie de la formation de la demande effective par les entreprises, c'est-à-dire de la demande qu'elles envisagent de satisfaire au prix d'offre qu'elles fixent au moment où elles forment leurs plans de dépenses. L'inversion par les économistes de l'offre de l'ensemble des propositions de politique considérées comme keynésiennes découle de cette différence radicale dans la conception des enchaînements macroéconomiques. Pour eux il n'y a pas d'effet sur aucun agrégat réel sans changements dans les rendements réels des facteurs de production, seuls capables de modifier les coûts d'opportunité de l'usage des services de ces facteurs.

Il est vrai qu'à ce niveau abstrait d'analyse, les fondements de l'économie de l'offre et ceux du monétarisme concordent. Dans les deux cas on considère que la répercussion d'un accroissement de la quantité de monnaie offerte ébranle les équilibres patrimoniaux dans la mesure où elle diminue l'utilité marginale de la monnaie additionnelle eu égard à celles des autres éléments de patrimoine. D'où une tentative pour accroître la détention des autres actifs qui provoque une

augmentation de la dépense monétaire globale. Si l'accroissement de la quantité de monnaie n'a pas été anticipé, il se produit une hausse brutale et non anticipée des prix. Cependant les points de vue ne sont pas identiques dans le cas où les sujets économiques anticipent la poursuite de l'augmentation de la masse monétaire à un rythme supérieur à celui qui prévalait antérieurement. Pour les « anciens » monétaristes, selon la conception popularisée par M. Friedman, l'accélération de la hausse des prix n'a pas d'effet durable sur le sentier réel de croissance. Il se produit un surajustement initial de la dépense qui se partage d'une manière que la théorie ne peut déterminer, sauf hypothèses *ad hoc*, en accélération d'inflation et augmentation d'activité. En effet les sujets privés sous-estiment initialement leur nouveau montant d'encaisses désirées pour deux raisons : d'une part le caractère non anticipé de la hausse initiale des prix les conduit à déflater à l'ancien prix les nouvelles encaisses augmentées de l'offre supplémentaire de monnaie ; d'autre part ils ne tiennent pas compte de l'accroissement imprévu d'activité qui nécessite des encaisses de transaction plus élevées. Ces erreurs sont corrigées par la suite dans un processus progressif d'ajustement qui ramène la croissance réelle sur la même tendance inchangée et l'inflation sur le rythme compatible avec la détention désirée d'encaisses pour le nouveau rythme d'expansion de la masse monétaire. De leur côté, les économistes de l'offre sont sensibles à la modification permanente du partage entre consommation et investissement qui, selon eux, est la conséquence d'une élévation durable du taux d'inflation. L'anticipation d'un rythme d'inflation plus élevé que le rythme passé provoquerait une modification durable dans l'allocation du revenu réel. Une part plus importante de ce revenu serait consacrée à la dépense présente (biens de consommation et objets stockables pour la spéculation) au détriment de la dépense future (revenu épargné permettant l'investissement productif réel). L'accumulation du capital et par conséquent le taux de croissance de la productivité sont ainsi tendanciellement ralentis.

Il en découle une différence d'appréciation sur le coût social de la désinflation. Les monétaristes traditionnels sont prêts à admettre que ce coût peut être très élevé parce que l'adaptation des sujets économiques à une réduction du rythme de croissance de la masse monétaire est progressive et qu'une réaction initiale exagérée peut plonger l'économie dans une récession, transitoire mais sévère. C'est pourquoi ils préconisent des objectifs graduels de réduction du rythme de croissance de la masse monétaire et sont réticents devant toute politique accompagnatrice qui risquerait de creuser le déficit budgétaire et, partant, d'affaiblir la crédibilité de la Banque centrale à l'égard de la continuité de ses objectifs. Au contraire, les économistes de l'offre pensent que l'inflation peut être réduite rapidement à coût social faible parce que toute diminution de l'inflation entraînera une réponse rapide des sujets économiques dans le sens d'une réallocation de leur revenu en faveur de la consommation future. La reprise de l'investissement productif relancera rapidement l'activité et stimulera la productivité, permettant de consolider la diminution du taux d'inflation. Cette

évolution favorable sera d'autant plus probable que la réduction de la pression fiscale amplifiera la réallocation intertemporelle du revenu. Pour ce courant doctrinal, la baisse de la pression fiscale sur les ménages et le renforcement des avantages fiscaux pour les entreprises doivent être mis en œuvre le plus vite possible sans craindre que le déficit budgétaire immédiat mette en péril la reprise de la croissance.

Enfin la troisième conviction fondamentale de la doctrine reaganienne est typique du libéralisme orthodoxe. C'est la *croissance en un dilemme entre l'équité sociale et l'efficacité économique*. Cette croyance conduit à mettre en œuvre des mesures susceptibles de provoquer une régression sociale et de profondes distorsions territoriales dans le but de redresser la tendance des progrès de productivité. Selon cette doctrine la stimulation des motivations micro-économiques au travail passe par moins de sécurité individuelle garantie par les programmes de welfare, moins d'emplois publics et moins de réglementation des conditions de travail. Ainsi dispose-t-on d'une justification « rationnelle » pour faire des transferts sociaux la première victime d'une réduction sévère des dépenses budgétaires. Tous les courants qui forment la théorie néo-classique sont à l'unisson, en effet, pour affirmer que les transferts sociaux réduisent le montant des services que les facteurs de production décident d'offrir au prix de marché en vigueur de l'acquisition de ces facteurs. Il s'en suit une augmentation du coût d'usage des facteurs qui incite les entreprises à restreindre la demande qu'elles sont disposées à faire au prix de marché, c'est-à-dire freine l'emploi privé qui est économiquement le plus efficace. La raison de ce phénomène particulièrement néfaste tiendrait aux motivations individuelles : les transferts sont une subvention au loisir ; en réduisant le coût du non travail relativement au coût de l'emploi, les transferts sociaux encouragent la paresse !

La vieille éthique protestante vient donc épauler l'hypothèse théorique selon laquelle la variation des prix relatifs est la seule logique à laquelle obéisse l'économie réelle, pour affirmer que tout chômage est volontaire (hormis le résidu frictionnel de la mobilité) et que les transferts sont des moyens puissants pour augmenter ce chômage volontaire. Ce retour au conservatisme le plus étroit a entraîné la seule controverse animée du colloque grâce à l'intervention de L. Thurow (1). Il a d'abord remarqué que ni les comparaisons internationales ni les comparaisons sur longue période ne permettaient de déceler des relations claires entre répartition des revenus et croissance d'une part, entre taux d'investissement et progrès de productivité d'autre part. Puis il a signalé que la tendance longue de la répartition des revenus d'activité aux Etats-Unis depuis la fin de la seconde guerre mondiale a été contrebalancée jusqu'ici dans les revenus disponibles des ménages par le développement des transferts sociaux et du

---

(1) L. Thurow : « Equité, efficacité, justice sociale et redistribution », in *L'Etat protecteur en crise*, OCDE (1981).

secteur public qui a fourni des emplois plus qualifiés, à salaire moyen supérieur et à répartition des revenus moins inégalitaire que le secteur privé. Si cette action correctrice de l'Etat venait à être sérieusement entravée par la politique conjointe de réduction des dépenses budgétaires et de diminution de la progressivité de l'impôt sur le revenu, on peut craindre une augmentation rapide de l'inégalité dans les revenus disponibles des ménages. De plus pour L. Thurow qui se place dans une perspective keynésienne, il y a gros à parier qu'une contraction simultanée des programmes sociaux et des services publics provoquera une réduction des revenus d'activité et de l'emploi. Le risque est alors de se retrouver dans une situation à l'anglaise où la réduction des programmes budgétaires par le gouvernement conservateur provoque un accroissement plus important des allocations chômage. En prime on a de fortes chances de déclencher une détérioration du climat social parce que l'aggravation des inégalités sociales ne restera pas inconnue de ceux qui vont céder du terrain. A moins de circonscrire les effets de coupes budgétaires à des groupes sociaux marginalisés et dépourvus de moyens politiques ou économiques de défense, mais cela limite nécessairement l'amplitude des réductions budgétaires tolérables, la politique menée risque d'exacerber les conflits sur la répartition des revenus d'activité et d'alourdir le climat social. Une telle situation serait peu propice à un redressement durable du rythme de progression de la productivité du travail.

Si cette analyse peut être admise, tout au moins comme une conséquence possible des contradictions internes entre les différentes composantes du programme Reagan, on mesure à quel point un redressement rapide du taux de croissance de l'économie privée est la clef de la réussite. Ce n'est que si la croissance est suffisamment rapide pour relever simultanément l'emploi et les revenus réels que l'aggravation des tensions sociales pourra être circonscrite, puis surmontée par la mobilité professionnelle et géographique.

### **Une indifférence aux conséquences internationales du programme**

L'exposé le plus complet et le plus autorisé en ce domaine a été fait par B. Sprinkel. Il apparaît clairement que les Etats-Unis n'ont pas de politique extérieure sur le plan monétaire et que cette absence n'est pas un manque mais le reflet logique des principes qui inspirent le programme. Des explications données par B. Sprinkel ressortent les points suivants :

— Les marchés des changes comme les marchés financiers internationaux doivent d'eux-mêmes prendre la mesure de la nouvelle politique. Le changement par rapport au passé est si important que des perturbations transitoires sont inévitables puisque les anticipations doivent se modifier. Mais lorsque les opérateurs seront conscients de la continuité et de la fermeté de la nouvelle politique,

les marchés trouveront un point d'équilibre compatible avec des anticipations stabilisées.

Ce qui justifie cet optimisme est que le programme économique de Reagan vise le long terme. En réduisant l'inflation et en augmentant la croissance réelle, il travaille à rétablir les déterminants fondamentaux de la solidité du dollar. Lorsque les marchés auront pris en compte cette tendance, un dollar fort et stable s'établira de lui-même.

— Dans cette perspective toute gestion coordonnée des taux de change entre le dollar et les autres monnaies de réserve est néfaste. Inefficace pour empêcher les fluctuations à court terme, elle ne peut que brouiller la perception par les marchés du nouvel équilibre des changes et, par conséquent, en retarder l'avènement.

— D'ailleurs l'appréciation du dollar en 1981 n'est pas liée au niveau élevé des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Elle reflète la révision en cours des anticipations sur le taux d'inflation américain et l'amélioration de la balance des paiements courants des Etats-Unis relativement aux performances européennes en ces matières.

— Si les Européens ne veulent pas suivre les taux d'intérêt américains, ils peuvent toujours le faire grâce à une politique économique appropriée visant à apprécier leurs monnaies par rapport au dollar.

— Les taux d'intérêt élevés rendent, certes, onéreux les emprunts des pays en voie de développement ; mais ils ont le mérite d'inciter ces pays à faire des « remises en ordre » de leurs économies.

— Même si l'on se place dans la logique des dirigeants américains en ce qui concerne le rôle et le fonctionnement des marchés des changes laissés à eux-mêmes, il s'en suit que la stabilité monétaire internationale dépend entièrement de la conviction des détenteurs de liquidités internationales dans la cohérence du programme de redressement économique et dans la continuité de son application. Or nous avons vu ci-dessus que cette cohérence était loin d'être évidente, que des contradictions internes aux différentes priorités étaient possibles, qu'en tout état de cause l'année 1982 ne se présentera pas sous les auspices d'une croissance vigoureuse, d'un ralentissement de l'inflation très net et d'un déficit budgétaire réduit dans les proportions initialement envisagées. On peut craindre un désarroi des marchés quant à la tendance de l'évolution future du dollar. Cela ne signifie pas nécessairement une rechute prononcée, mais cela voudrait dire que les taux de change continueront à répercuter, voire amplifier, des impressions fugaces et à subir les effets des variations relatives des taux d'intérêt à court terme sur les principaux marchés monétaires. Or il est maintenant bien connu que l'instabilité des rapports entre le dollar et les différentes monnaies participant au SME exerce des tensions entre les monnaies du SME,

susceptibles de paralyser la mise en œuvre des orientations nationales des politiques économiques. En effet, ni les moyens d'intervention coordonnés des banques centrales, ni le changement des taux pivots, ne sont des instruments capables de résister aux déplacements de liquidités résultant d'une forte instabilité du dollar. C'est pourquoi le maintien d'une cohésion des taux de change en Europe suppose implicitement une étroite interdépendance des taux d'intérêt et une dépendance commune de ces taux vis-à-vis des mouvements erratiques du marché monétaire américain.

— Dans ces conditions, il apparaît que les Etats-Unis poursuivent sous une nouvelle forme leur attitude de « *benign neglect* » et que les banques centrales européennes sont d'autant plus soumises aux pressions des marchés des changes que toute coopération américaine est refusée. On peut d'ailleurs se demander si l'instabilité monétaire ne va pas être plus grande que celle qu'on a connu dans les années soixante-dix. En effet les déficits prolongés des économies européennes ont conduit plusieurs pays à s'endetter en leurs propres monnaies vis-à-vis des non-résidents. Il s'en suit que la demande de monnaie tend à ne plus être une fonction limitée aux agents résidents. L'imbrication des espaces de circulation des principales devises fait de la demande de monnaie une fonction qui échappe à l'ensemble bien défini des agents résidents. Les possibilités de substitution entre actifs monétaires sont de plus en plus intenses à court terme, d'autant plus que la volatilité des taux d'intérêt est un facteur de déstabilisation du comportement de détention des liquidités. Dans l'organisation monétaire dont disposent les pays européens, c'est-à-dire en l'absence de marchés monétaires hors banques, il devient de plus en plus difficile de neutraliser les effets de déplacements dans la demande de monnaie à l'initiative des non-résidents. Ces déplacements sont liés à l'incertitude des détenteurs internationaux de capitaux quant à la valeur future de leurs encaisses liquides en excès des besoins de transaction. Cette incertitude concerne donc la fonction de réserve du dollar qui est affectée par des processus largement déconnectés les uns des autres. L'alimentation des encaisses internationales en dollar provient d'une offre de moyens de paiements internationaux qui est de plus en plus indépendante de l'évolution de la balance des paiements courants des Etats-Unis. Au contraire, les instruments de placements de ces liquidités dépendent étroitement de la volatilité des taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire américain. La variation imprévue de ces déterminants provoque des afflux de réserves excédentaires et des changements dans la valeur des actifs qui entraînent des déplacements désordonnés de capitaux sur les marchés des changes.

— Ces problèmes ont été effleurés au cours du colloque par le rapport de R. Heller et la discussion qu'il a suscitée. On s'est en effet demandé vers quoi pouvait évoluer le système monétaire international. Le dollar va-t-il réaffirmer sa position centrale? Un régime multipolaire va-t-il s'établir? Quelles conséquences différentes relations monétaires peuvent-elles avoir pour les évolu-

tions économiques à moyen terme des pays occidentaux et des pays en voie de développement ? En dehors d'un point de vue unanime sur la permanence probable des fonctions de monnaie de compte et de règlement du dollar qui sont peu liées aux changes, la réflexion n'a pas été très loin sur ces questions. Elle s'est cantonnée à des affirmations générales et a souffert d'un manque de références théoriques. Le rapporteur lui-même est resté sur une position très ambiguë. Il a observé que l'usage du dollar s'autonomisait de plus en plus vis-à-vis du poids déclinant de l'économie américaine. Dans l'avenir le dollar serait prééminent mais non exclusif ! Il a reconnu que le déplacement des monnaies pouvait être très considérable dans un système multipolaire et que l'anticipation correcte des taux de change devenait cruciale. Cela devait impliquer probablement de nouvelles obligations pour les politiques économiques des principaux pays. Mais la nature de ces obligations est restée dans l'ombre. Elles devraient en tous cas atténuer la rivalité entre les monnaies qui ne manquerait pas de provoquer la poursuite de politiques économiques mutuellement incompatibles ou dépourvues de cohérence interne.

Le scénario opposé d'un système monétaire international recentré sur un dollar fort n'a pas paru séduisant non plus dans la mesure où un dollar fort contraindrait sérieusement l'économie d'endettement international qu'est devenue l'économie mondiale. Or la flexibilité de l'offre de moyens de paiements internationaux dans les années soixante-dix a certainement été une raison majeure de la sauvegarde des réseaux multilatéraux du commerce international malgré les tensions provoquées par la polarisation des excédents et des déficits. A moins que les Etats-Unis ne remettent en route une vaste politique d'exportations de capitaux à long terme, un dollar systématiquement fort ferait basculer le système monétaire international d'un régime favorable aux débiteurs dans un régime favorable aux créanciers. Or la structure actuelle de l'endettement international a au mieux une stabilité dynamique à condition que tout se passe bien pour la croissance des exportations des débiteurs, que leurs termes de l'échange ne subissent pas une nouvelle dégradation massive, que le refinancement de la dette passée ne se fasse pas à des taux réels écrasants et que l'encours de la dette ne soit pas revalorisé par une trop forte appréciation du dollar. Du côté de l'Europe occidentale il n'est pas évident que les gains de compétitivité des exportations manufacturières l'emportent sur les pressions inflationnistes permanentes qu'un dollar fort ferait peser à travers le coût des importations et la nécessité de maintenir des taux d'intérêt élevés. L'Europe risquerait de s'installer dans un marasme sans perspective d'issue qui ferait dangereusement monter les risques de graves troubles sociaux. C'est pourquoi une telle accentuation de la contrainte monétaire impliquerait probablement une avancée de la coopération européenne qui apparaîtrait alors comme une mesure de survie, du moins peut-on l'espérer. Il y faudrait au moins une concentration de ressources financières orientées par les pouvoirs publics pour accroître rapidement le degré d'autonomie énergétique et promouvoir les techniques de production économes en

énergie. Il y faudrait aussi probablement des innovations monétaires concertées pour trouver d'autres moyens de protection des parités du SME que la surenchère dans la hausse des taux d'intérêt. En tout état de cause, le dollar renforcerait dans cette perspective sa fonction de monnaie de compte dans l'expression des prix de matières premières, tout particulièrement du pétrole. Même si le prix du pétrole n'augmente que faiblement en termes réels (par rapport à la valeur unitaire moyenne des exportations manufacturières exprimée en dollar), les importations des pays européens deviendraient très chères si une dépréciation tendancielle du dollar dans la période 1971-1979, faisait place à une appréciation tendancielle. Dans cette situation une politique concertée des pays de la CEE pour promouvoir à la fois les économies d'énergie et le développement des sources indépendantes de pétrole s'avèrerait cruciale.

— Si les Etats-Unis n'ont pas de politique de change, R. Cooper a rappelé à l'auditoire que le Gouvernement actuel allait tenir une attitude libre échangiste dure malgré les difficultés politiques qu'elle n'allait pas manquer de susciter alors que la pénétration des importations continuait de s'aggraver dans de nombreuses branches qui avaient à faire face à des restructurations très difficiles. Les entreprises étant prises en tenaille entre les avantages de prix dont bénéficient les concurrents étrangers à la suite de l'appréciation du dollar et les coûts financiers prohibitifs, des lobbies puissants vont s'activer à Washington pour obtenir des mesures protectionnistes. Ils seront appuyés par les pouvoirs politiques locaux et régionaux dans les régions du nord-est et des grands lacs qui supportent tout le poids des mutations engendrées par la déréglementation des prix pétroliers, les coupes sombres dans les subventions fédérales pour les programmes de welfare, la migration des industries vers la « sunbelt ». Si donc le Gouvernement fédéral est effectivement décidé à résister à ces processus protectionnistes, c'est qu'il espère en contrepartie en tirer des concessions substantielles de la part des autres pays. En outre, il est tenu vis-à-vis de l'extérieur à adopter le dogme ultra-libéral qu'il prêche à l'intérieur.

— Les objectifs commerciaux de l'Administration Reagan sont susceptibles de provoquer une confrontation avec les partenaires des Etats-Unis en Europe notamment. Comme dans bien d'autres domaines de la politique économique que nous avons examinés, les intentions affichées se distinguent par leur rigidité doctrinale et les conflits qu'elles peuvent susciter. Dans le domaine examiné ici, l'offensive américaine porte sur la demande d'abolition des aides à l'exportation que certains Etats accordent par l'intermédiaire des crédits commerciaux, sur la demande d'une renonciation à des mesures altérant la libre concurrence que pourraient prendre les Etats pratiquant une politique industrielle, sur le libre accès des entreprises américaines aux marchés publics. Il y a peu de chance que ces thèses concordent avec les positions du Gouvernement français !

## Des jugements sceptiques et des questions sans réponses

— En dehors des problèmes que pose sa cohérence interne, le programme Reagan suscite d'autres interrogations : est-il aussi novateur qu'il prétend l'être ? répond-il aux maux qui selon les reaganien accablent l'économie américaine et qui ont été dénoncés au cours du colloque par les propagandistes de la nouvelle politique eux-mêmes ?

— L. Klein a tenté de répondre à la première question avec beaucoup de circonspection en faisant une rétrospective de la politique américaine depuis le début des années soixante. Il apporte des éléments de réponse indirectement en se posant lui-même une question connexe : y a-t-il un fil directeur qui donne une continuité à la politique économique dont le programme Reagan serait l'héritier ? Pour Klein la réponse est positive. Les orientations actuelles viennent d'une longue évolution plutôt qu'elles inaugurent une ère nouvelle. Cette politique économique a évolué en affrontant des situations qui ont profondément changé depuis vingt ans. On peut en tirer un certain nombre de leçons qui permettent de relativiser la présentation doctrinale du programme Reagan. Elles permettent surtout de dissocier les composantes d'une politique que ses inspirateurs tiennent à vouloir globale et à porter un jugement analytique sur ces composantes. Ainsi la méthode de Klein démystifie les vertus magiques de la politique de l'offre dont les aspects les plus outrés pourraient bien déjà avoir vécu.

— Les principales conclusions dégagées par Klein font apparaître que le fil directeur de la politique américaine jusqu'en 1980 a été de rechercher le contrôle global de la demande par le budget et par la monnaie. A l'heure actuelle on cherche à obtenir des effets structurels par la fiscalité. Mais cette opposition est bien trop tranchée parce que la crise économique avait engagé les administrations précédentes dans cette direction. Les grandes évolutions de la politique économique livrent les enseignements suivants :

— La politique démocrate des années soixante a visé à éliminer le cycle ; ce qu'elle a obtenu pendant neuf ans. Qualifiée de keynésienne elle avait cherché, et réussi dans la première moitié de la décennie, à élever le taux de profit. Pour ce faire, elle avait usé de la politique fiscale (tax cut de 1964), c'est-à-dire de l'instrument qui à l'heure actuelle est considéré comme l'originalité de la politique d'offre ! L'accumulation du capital s'est accélérée ; mais la politique économique a buté sur l'obstacle du dilemme entre l'entretien des conditions de la croissance à long terme et la prévention des fluctuations de court terme. On a reproché après coup aux Gouvernements de l'époque d'avoir eu recours au « fine tuning », alors qu'ils auraient dû ne s'occuper que du long terme. Mais la charge de la preuve incombe aux accusateurs. En effet, ou bien la croissance à long terme est un processus automatique inscrit dans l'organisation de l'économie de marché, en ce cas toute politique économique est frappée de futilité, comme le prétendent les extrémistes qui brandissent la nouvelle théorie à la mode des anticipations rationnelles. Ou bien la croissance dépend des décisions que vont

prendre les agents économiques décentralisés et ces décisions dépendent du climat dans lequel ils forment leurs anticipations et qui ne peut concerner que le court terme ; en ce cas la tendance de la croissance est solidaire de ce qui donne confiance, c'est-à-dire d'une politique qui vise à amortir les fluctuations génératrices d'incertitude paralysante.

— On peut reprocher à la politique démocrate, non pas d'avoir voulu stabiliser la conjoncture, mais de ne pas avoir su de quoi dépendent les perspectives individuelles en situation d'incertitude. En ce cas la critique n'est pas spécifiée car elle s'adresse à tout économiste honnête qui doit reconnaître que le futur est imprévisible. Il est néanmoins possible de reprocher aux responsables de la politique économique de l'époque de ne pas avoir perçu suffisamment vite les nouvelles tensions qui allaient petit à petit modifier la conduite des agents économiques privés. A l'intérieur la montée progressive de l'inflation n'a provoqué des réactions gouvernementales que tardivement ; à l'extérieur la surabondance de dollars a été longue à admettre et ses conséquences ont été longtemps tenues pour non susceptibles de menacer la prospérité du monde occidental, pourtant fortement dépendante d'une certaine harmonie dans le développement des échanges internationaux (stabilité des termes de l'échange, pas de polarisation cumulative dans la structure des excédents et déficits courants).

— Les années 1970 ont fait émerger de nouveaux problèmes dont les plus ardues sont la stagflation et la diminution continue des progrès de la productivité du travail. Par leur persistance ces nouvelles conditions générales de l'activité économique peuvent être qualifiées de structurelles. Elles ont été aggravées par les attermoissements de deux Gouvernements et les rivalités des groupes d'intérêt qui ont paralysé le Congrès devant le problème des prix intérieurs de l'énergie à la suite de la hausse du prix mondial du pétrole. Il en a résulté une accélération des importations de pétrole qui ont détérioré la balance commerciale et contribué à exagérer la dévaluation du dollar. Les réactions des agents privés à cet environnement ont provoqué le surendettement et ont ramené le cycle des affaires et les crises de crédit (crédit crunches). Les innovations financières privées ont été très ingénieuses et ont nourri une instabilité de la demande de monnaie depuis 1974. Dans cette situation la politique économique est restée fidèle à son mode d'action global. D'importantes transformations structurelles se sont produites, telles que les mouvements considérables de prix relatifs, la rigidité de la progression des dépenses budgétaires, les changements dans la composition de la population active et le développement du secteur tertiaire relativement à l'industrie manufacturière. En présence de ces grandes forces remodelant l'économie, la conversion progressive au monétarisme a été un échec ; l'ont été également les timides tendances de politique des revenus.

— Il est possible qu'une raison importante de l'impuissance de la politique économique se trouve dans l'insuffisance des politiques sectorielles. L'efficacité de ces dernières n'est pas garantie, mais elles semblent seules capables de

redonner confiance aux agents économiques qui subissent des contraintes différenciées du fait des changements structurels. Les seuls mécanismes du marché ne permettent pas la reconversion de régions entières et le redéploiement des industries anciennes. Or il est illusoire et dangereux de croire que l'on peut résoudre les problèmes d'une société complexe en attendant la pure et simple disparition de ces industries au profit d'industries nouvelles et en accélérant par des contraintes budgétaires draconiennes le démantèlement du tissu économique d'immenses régions industrielles.

— Quoi qu'il en soit, les aspects structurels du programme économique de Reagan résultent d'une prise de conscience qui s'était déjà traduite dans les orientations de la politique économique des années 1976-1980. La première idée importante a été la *perception des effets inflationnistes de la réglementation toulue de secteurs économiques vitaux*. La deuxième a été *le besoin d'une politique énergétique*. Ces deux idées ont été mises en œuvre progressivement par l'Administration Carter, et reprises par l'actuel Gouvernement. On peut en déduire *a contrario* ce qui fait l'originalité véritable de la politique Reagan. C'est la brutalité avec laquelle les moyens connus et déjà appliqués dans le passé le sont aujourd'hui. Cette brutalité se heurte aux risques d'incohérence que nous avons déjà mentionnés. Les diminutions massives et simultanées des dépenses sociales et des impôts, jointes à l'augmentation des dépenses militaires et à l'application de règles monétaires rigides, forment un mélange qui pourrait se révéler détonnant. Il est probable que la société américaine réagisse selon le schéma tant de fois éprouvé depuis quinze ans : maintien d'un déficit budgétaire élevé et d'un taux d'inflation obstinément rigide, comme condition d'une expansion demeurant poussée par la préférence des ménages pour la consommation.

Lorsqu'on arrive à ce point on peut prolonger la question qui n'a pas été posée au cours du colloque en se demandant ce que peut être le contenu d'une politique de l'offre pour redonner un élan à la croissance. Il semble qu'il faille bien autre chose que des avantages fiscaux aux catégories de revenus aisés et aux entreprises qui font des bénéfices pour permettre la restructuration des entreprises qui font des pertes, pour inciter les centres de décision à allonger leur horizon, pour redresser la productivité du travail. Les analyses disponibles sur ces différents phénomènes incitent un nombre non négligeable d'économistes proches des milieux industriels et financiers à penser qu'aucun progrès irréversible ne sera accompli si on ne définit pas de politique industrielle et si on ne parvient pas à mettre en œuvre de politique des revenus d'activité qui aboutisse à une hiérarchie acceptable en réduisant les discriminations qui exacerbent les disparités.

— En tout cas on peut préciser le besoin de changements structurels sur plusieurs points, en premier lieu sur le plan fiscal qui est le cœur de la politique de l'offre selon la nouvelle école néo-classique. Toutes les comparaisons internationales indiquent que la pression fiscale globale est aux Etats-Unis parmi

les plus faibles des pays industrialisés. Les avantages fiscaux dont bénéficient les détenteurs des grandes fortunes sont déjà considérables, notamment grâce à la couverture de fondations et institutions à buts non lucratifs. La libéralisation des procédures d'amortissement et les crédits d'impôts à l'investissement sont des mesures qui ont été prises plusieurs fois depuis dix ans. *Mais les règles fiscales en vigueur aux Etats-Unis sont entièrement favorables à la consommation à crédit.* Par la déduction fiscale intégrale des intérêts versés est en place *une logique de protection individuelle contre l'inflation par la consommation et non pas par l'épargne.* Le processus est d'autant plus pervers que les revenus sont élevés. Il est en effet possible de bénéficier de crédits élevés pour acheter des actifs réels tels que les terres, les immeubles, les matières premières rares à terme, dont l'appréciation avec l'inflation en fait une garantie pour obtenir de nouveaux crédits permettant de consommer largement tout en payant moins d'impôts. Si le Gouvernement voulait vraiment transformer les règles du jeu économique pour favoriser l'investissement productif par des incitations fiscales, il eût été indispensable de réformer profondément la structure fiscale en supprimant l'incitation inflationniste à s'endetter pour consommer et à consommer pour préserver son revenu disponible. L'abolition de la déduction des intérêts versés et l'introduction d'une taxe à la valeur ajoutée pesant sur la consommation devraient être les piliers d'une politique destinée à encourager l'épargne financière des ménages et à la canaliser dans le financement à long terme. En remplaçant les cotisations sociales, la taxe à la valeur ajoutée porterait sur la consommation et, non pas directement sur l'emploi.

— Le caractère inflationniste du surendettement des ménages n'a jamais été mentionné au cours du colloque puisque toute la responsabilité était portée par le déficit budgétaire et, au-delà, par les dépenses sociales promues au rôle de bouc émissaire. N'ont pas non plus été analysées les raisons qui poussent les processus de décision des entreprises à privilégier les résultats financiers immédiats au détriment de la programmation à long terme de leur développement. Pourtant un forum international sur l'organisation et la gestion des entreprises, tenu à l'initiative de la revue *Fortune Magazine* en 1980, a permis de mettre en évidence, par comparaison avec les méthodes japonaises, la rigidification des critères de performance et d'allocation du capital dans l'économie américaine. Les entreprises sont placées sous la dépendance d'un marché financier rendu fragile par l'inflation et soumis à une concurrence qui pousse au refus du risque et qui favorise les rendements immédiats. La mobilité des fonds est extrême et cherche à concilier deux impératifs : rester liquide et rechercher les rendements qui dépassent le taux d'inflation. Les entreprises se sont adaptées à ces contraintes financières de plusieurs manières : réduction de l'horizon des investissements, sauf si les perspectives de profits sont très élevées ; définition des critères de performance et de rémunération pour les gestionnaires fondés sur les seuls profits immédiats ; transformation de l'organisation des entreprises en centres de profits autonomes. Il s'en suit des comportements microéconomiques défa-

vorables à l'investissement productif long et des règles de gestion qui ne permettent pas la coopération des différentes divisions des entreprises indispensables à une planification à long terme. Ce qui est grave, c'est que cette logique de la valorisation maximale à court terme s'est enracinée dans les structures et les mentalités. Ici la politique de l'offre peut être définie dans ce qu'elle a de spécifique : *définir des incitations microéconomiques et des règles de décision décentralisées qui soient compatibles avec les objectifs globaux et les moyens d'action de la politique macroéconomique.* Rien dans ce qu'on sait de la politique Reagan ne va dans ce sens. Le postulat de l'optimalité des règles implicites révélées par les marchés financiers bloque toute réflexion en ce domaine.

— Le refus de développer toutes les implications de ce que pourrait être une politique de l'offre se retrouve en présence du problème structurel qui est peut-être le plus grave de l'économie américaine, c'est-à-dire la lente mais continue réduction du rythme de progression de la productivité. Elle est liée en partie aux phénomènes évoqués ci-dessus, mais en partie aussi à la modification, considérable eu égard à l'Allemagne et au Japon, de la structure des emplois en faveur des secteurs à faible productivité. Les énormes disparités de salaires, d'implantation syndicale, de droits acquis concernant l'ancienneté et la protection contre les licenciements sont des facteurs de fractionnement de la population active par régions, ethnies, sexe, etc. Ce fractionnement a permis la multiplication de postes de travail déqualifiés et frustrants pour ceux qui les occupent et qui sont poussés par l'effort désespéré pour maintenir le niveau de vie acquis antérieurement dans la période de forte croissance. Ainsi la structure de la population active évolue-t-elle dans un sens diamétralement opposé à la qualification et la mobilité ascendantes qui étaient naguère les grands atouts de la productivité. Cette structure se segmente de plus en plus. Or toute segmentation provoque des conflits pour le maintien des situations acquises. Les postes de travail qualifiés perdent aussi leur dynamisme puisque ceux qui les occupent cherchent avant tout à les protéger. Cette distorsion structurelle dans l'emploi est un processus déterminant dans l'aggravation de l'inégalité des revenus d'activité. Elle crée un climat de désarroi durable et d'antagonismes latents qui est fort corrosif pour la cohésion sociale et fort néfaste pour la productivité. Là encore, on est fort loin de la conception du comportement individuel qui inspire les économistes de l'offre, c'est-à-dire d'un libre arbitrage entre travail et loisir, sensible aux variations marginales des utilités subjectives dans les différents usages du temps. Si l'on pense que la productivité est le résultat d'un processus collectif où les contraintes sociales sont prépondérantes, surtout lorsqu'elles apparaissent comme des discriminations génératrices de rivalités entre catégories de salariés, le problème crucial devient une question de solidarité. Il s'agit, là encore, de relations microéconomiques capables d'inciter à la formation de collectifs de travail mus par une intense coopération. On retrouve le problème de l'offre sous la forme du divorce entre les principes de l'organisation du travail et l'objectif social d'enrichissement collectif par augmentation du produit net par tête.

