



## Qu'est-ce que le monétarisme?

**Ce courant de pensée qui souligne l'importance de la monnaie a gagné en popularité dans les années 70**

Sarwat Jahan et Chris Papageorgiou

**Q**UELLE est au juste l'importance de la monnaie? La monnaie joue un rôle essentiel dans l'économie. Rares sont ceux qui diraient le contraire.

Mais pour les tenants d'un courant de pensée économique appelé «monétarisme», la masse monétaire (la quantité totale de monnaie en circulation dans une économie) est le principal déterminant du PIB nominal à court terme et du niveau des prix sur une longue période. La politique monétaire — l'un des leviers dont disposent les pouvoirs publics pour influencer sur les performances économiques du pays — utilise différents instruments, dont les taux d'intérêt, pour faire varier la quantité de monnaie en circulation. Les monétaristes pensent que le meilleur moyen d'atteindre les objectifs de la politique monétaire est de jouer sur le taux de croissance de la masse monétaire. Le monétarisme a gagné en importance dans les années 70 — en faisant reculer l'inflation aux États-Unis et au Royaume-Uni — et a fortement influencé la décision de la banque centrale des États-Unis de stimuler l'économie pendant la récession mondiale de 2007–09.

Aujourd'hui, le monétarisme est surtout associé au nom de Milton Friedman, lauréat du prix Nobel d'économie. Dans son ouvrage fondateur *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, coécrit avec sa consœur Anna Schwartz en 1963, Friedman affirme que la Grande Dépression qui a frappé les États-Unis dans les années 30 a été provoquée avant tout par la mauvaise politique monétaire menée par la banque centrale américaine (la Réserve fédérale). De leur point de vue, la Fed (comme on l'appelle habituellement) a eu le tort de ne pas contrer les forces qui tendaient à réduire la masse monétaire et de chercher à diminuer le stock de monnaie, alors qu'il aurait fallu faire exactement l'inverse. Ils soutiennent aussi que, les marchés évoluant naturellement vers un point d'équilibre, le fait de fixer la masse monétaire à un niveau incorrect a entraîné un comportement erratique des marchés.

Le monétarisme a gagné en popularité dans les années 70. En 1979, alors que l'inflation avait atteint 20 % aux États-Unis, la Fed a adopté une stratégie d'intervention conforme à la théorie monétariste. Le monétarisme a perdu néanmoins du terrain au cours des décennies suivantes, faute de pouvoir expliquer l'évolution de l'économie des États-Unis. Malgré tout, les monétaristes ont apporté à l'analyse économique certaines idées qui ont été reprises par des économistes non monétaristes.

### Les fondements

Le monétarisme repose sur la théorie quantitative de la monnaie, qui est une identité comptable — c'est-à-dire qu'elle doit être vraie : la masse monétaire multipliée par la vitesse de circulation de la monnaie (la vitesse à laquelle l'argent change de mains) est égale

aux dépenses nominales dans l'économie (le nombre de biens et de services vendus multiplié par leur prix de vente moyen). Puisqu'il s'agit d'une identité comptable, cette équation n'est pas contestable. Mais ce qui l'est, c'est la vitesse de circulation. Selon la théorie monétariste, la vitesse de circulation de la monnaie est en règle générale stable, et le revenu nominal est donc essentiellement une fonction de la masse monétaire. Les variations du revenu nominal reflètent l'évolution de l'activité économique réelle (le nombre de biens et de services vendus) et l'inflation (leur prix de vente moyen).

La théorie quantitative forme la base de plusieurs principes et prescriptions fondamentaux du monétarisme :

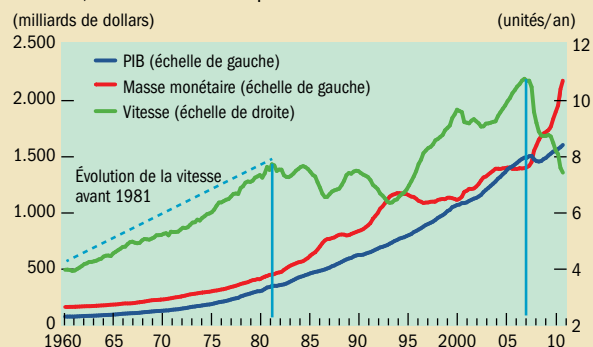
- **La neutralité de la monnaie à long terme** : une augmentation du stock de monnaie est suivie d'une hausse du niveau général des prix à long terme, sans effet sur les facteurs réels tels que la consommation ou la production.

- **La non-neutralité de la monnaie à court terme** : une augmentation du stock de monnaie a des effets temporaires sur la production réelle (PIB) et sur l'emploi à court terme, car les salaires et les prix mettent du temps à s'ajuster (on dit qu'ils sont rigides).

- **Une règle constante de croissance de la monnaie** : Milton Friedman, mort en 2006, a proposé une *règle monétaire fixe*, selon laquelle la Fed devrait être tenue de viser un taux de croissance de la monnaie égal au taux de croissance du PIB réel, ce qui laisserait le niveau des prix inchangé. Ainsi, si l'on prévoit un taux de croissance économique de 2 % une année donnée, la Fed devrait

### Variation de la vitesse de circulation

Lorsque les dollars changeaient de mains à un rythme prévisible avant 1981, la monnaie et la production augmentaient ensemble. Mais quand la vitesse de circulation de la monnaie est devenue instable, cette relation a disparu.



Source : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis.  
 Note : Les données trimestrielles sont corrigées des variations saisonnières. Masse monétaire = argent liquide en circulation et comptes chèques (M1). Vitesse = nombre de fois qu'un dollar change de mains en une année. Le PIB est réduit d'un facteur 10 pour tenir dans le graphique.

laisser la masse monétaire augmenter de 2 %. Elle devrait suivre des règles fixes pour conduire la politique monétaire, car un pouvoir discrétionnaire peut déstabiliser l'économie.

• **La flexibilité des taux d'intérêt** : la règle de croissance de la monnaie est destinée à assurer la flexibilité des taux d'intérêt, qui influent sur le coût du crédit, afin que les emprunteurs et les prêteurs puissent tenir compte de l'inflation anticipée ainsi que des variations des taux d'intérêt réels.

De nombreux monétaristes estiment aussi que les marchés sont intrinsèquement stables en l'absence de fluctuations importantes imprévues de la masse monétaire. Ils considèrent également que l'intervention de l'État risque souvent de déstabiliser l'économie au lieu d'apporter une aide. Les monétaristes pensent par ailleurs qu'il n'y a pas d'arbitrage à long terme entre l'inflation et le chômage, car l'économie atteint un équilibre à long terme lorsque le niveau de production correspond au plein emploi (voir «Qu'est-ce que l'écart de production», *F&D*, septembre 2013).

## Le grand débat

Bien que le monétarisme ait rencontré un certain succès dans les années 70, il a été critiqué par l'école de pensée qu'il s'employait à supplanter : le keynésianisme. Les keynésiens, inspirés par le grand économiste britannique John Maynard Keynes, considèrent que la production économique est déterminée avant tout par la demande de biens et de services. Ils prétendent que le monétarisme ne permet pas d'expliquer correctement le fonctionnement de l'économie, car la vitesse de circulation de la monnaie est intrinsèquement instable, et ils attachent peu ou pas d'importance à la théorie quantitative de la monnaie ni aux règles que préconisent les monétaristes. L'économie évoluant en dents de scie et traversant des périodes d'instabilité, il est dangereux que la Fed soit l'esclave d'un objectif monétaire pré-ordonné, estiment-ils : la Fed devrait avoir une certaine marge de manœuvre pour agir. En outre, les keynésiens ne croient pas que les marchés s'adaptent aux perturbations et reviennent rapidement au niveau de production de plein emploi.

Le keynésianisme a prédominé pendant le premier quart de siècle qui a suivi la Seconde Guerre mondiale. Mais la théorie keynésienne traditionnelle a été mise à mal par les monétaristes durant les années 70, décennie marquée par une inflation galopante et une croissance économique atone. Alors que le keynésianisme n'apportait pas de solution satisfaisante, Friedman et les autres monétaristes offraient une explication convaincante aux taux d'inflation élevés : l'accroissement rapide de la masse monétaire. La maîtrise de la masse monétaire était donc la clé d'une politique économique avisée.

En 1979, Paul A. Volcker devint président de la Fed et fit de la lutte contre l'inflation sa grande priorité. La Fed limita la masse monétaire (conformément à la règle énoncée par Friedman) afin de juguler l'inflation, et cette mesure fut couronnée de succès. L'inflation recula considérablement, au prix toutefois d'une grande récession.

Le monétarisme engrangea une autre victoire en Grande-Bretagne. Lorsque Margaret Thatcher fut élue Premier ministre en 1979, le pays était aux prises avec une inflation élevée depuis plusieurs années. Margaret Thatcher utilisa le monétarisme pour combattre la hausse des prix et réussit à diviser le taux d'inflation par deux, le ramenant en dessous de 5 % en 1983.

L'heure de gloire du monétarisme fut cependant de courte durée. En effet, intervenir sur la masse monétaire n'est utile que si la relation

entre la monnaie et le PIB nominal, et donc l'inflation, est stable et prévisible; autrement dit, si la masse monétaire augmente, le PIB nominal augmente aussi, et vice-versa. Mais pour obtenir cet effet direct, la vitesse de circulation de la monnaie doit être prévisible.

Dans les années 70, la vitesse de circulation a progressé à un rythme relativement constant et la théorie quantitative de la monnaie apparaissait valide (voir graphique). Le taux de croissance de la monnaie, ajusté pour un niveau prévisible de vitesse de circulation, déterminait le PIB nominal. Au cours des années 80 et 90 en revanche, cette vitesse est devenue très instable, avec des hauts et des bas imprévisibles. Le lien entre la masse monétaire et le PIB nominal s'est rompu, et l'utilité de la théorie quantitative de la monnaie a été remise en cause. Bon nombre d'économistes qui avaient été convaincus par le monétarisme dans les années 70 ont abandonné cette doctrine.

Pour la plupart des économistes, le fait que la vitesse de circulation de la monnaie n'est plus aussi prévisible qu'avant s'explique surtout par la modification des règles bancaires et d'autres innovations financières. Dans les années 80, les banques ont ainsi été autorisées à proposer des comptes chèques rémunérés, ce qui a estompé la frontière entre les comptes d'épargne et les comptes courants. De plus, beaucoup de ménages ont découvert que les marchés financiers, les fonds communs de placement et d'autres actifs constituaient des solutions plus intéressantes que les dépôts bancaires traditionnels. Tout cela a eu pour effet de modifier la relation entre la monnaie et les performances économiques.

## Des idées malgré tout intéressantes

L'interprétation monétariste de la Grande Dépression n'a toutefois pas été totalement oubliée. Dans une allocution prononcée fin 2002 à l'occasion du 90<sup>e</sup> anniversaire de la naissance de Milton Friedman, Ben S. Bernanke, alors gouverneur de la Fed et qui allait en prendre la présidence quatre ans plus tard, déclara : «Je voudrais dire à Milton et à Anna [Schwartz] : concernant la Grande Dépression, vous avez raison. C'est nous [la Fed] qui en sommes responsables. Nous sommes infiniment désolés. Mais grâce à vous, nous ne referons plus la même erreur». En tant que président de la Fed, Ben Bernanke fit référence aux travaux de Friedman et de Schwartz lorsqu'il décida d'abaisser les taux d'intérêt et d'augmenter la masse monétaire pour stimuler l'économie pendant la récession mondiale qui a démarré en 2007 aux États-Unis. D'éminents monétaristes (dont Anna Schwartz) protestèrent que les mesures de la Fed allaient faire flamber les prix. Il n'en fut rien : la vitesse de circulation de la monnaie chuta et la déflation est considérée comme un risque beaucoup plus grave.

Bien que la plupart des économistes rejettent aujourd'hui l'attention aveugle portée à la croissance de la monnaie qui est au cœur de l'analyse monétariste, certains principes importants du monétarisme ont trouvé leur place dans l'analyse non monétariste moderne, rendant plus floue la distinction entre monétarisme et keynésianisme qui semblait si nette il y a 30 ans. Le plus important est sans doute que l'inflation ne peut pas continuer indéfiniment sans augmentations de la masse monétaire, et contrôler cette masse monétaire doit être l'objectif majeur, sinon unique, de la banque centrale. ■

*Sarwat Jahan est économiste et Chris Papageorgiou est chef de division adjoint au Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI.*