

Tableau 7.1 - Les effets des politiques budgétaire et monétaire

	Déplacement de IS	Déplacement de LM	Mouvement du produit	Mouvement du taux d'intérêt
Hausse des impôts	Gauche	Aucun	Bas	Bas
Baisse des impôts	Droite	Aucun	Haut	Haut
Hausse des dépenses publiques	Droite	Aucun	Haut	Haut
Baisse des dépenses publiques	Gauche	Aucun	Bas	Bas
Hausse de la masse monétaire	Aucun	Bas	Haut	Bas
Baisse de la masse monétaire	Aucun	Haut	Bas	Haut

Le policy-mix Clinton-Greenspan

Quand Bill Clinton a été élu président des États-Unis en 1992, il a dû affronter un grave problème macroéconomique. Le déficit budgétaire fédéral était égal à 4,5 % du PIB – le pourcentage le plus élevé de l'après Seconde Guerre mondiale – et il fallait absolument faire quelque chose. Au même moment, l'économie américaine sortait tout juste de la récession de 1990-1991. À l'époque, de nombreux économistes pensaient que la récession n'était pas encore terminée (on sait maintenant que la croissance était positive en 1992). Le problème que Clinton devait affronter était clair : aussi nécessaire que pouvait être la réduction des déficits, elle risquait d'entraîner une baisse de la demande et de l'activité, et donc de jeter à nouveau les États-Unis dans une récession. Dans les termes du modèle *IS/LM*, un déplacement de *IS* vers la gauche peut entraîner une baisse du produit, c'est-à-dire une récession.

Pourtant, six ans plus tard, en 1998, le déficit fédéral avait disparu, remplacé par un excédent de 0,8 % du PIB, et l'économie américaine était dans sa septième année de croissance soutenue (le tableau 1 donne les chiffres de base de l'économie américaine entre 1991 et 1998). Comment Clinton a-t-il fait ? Réponse : avec l'aide d'Alan Greenspan, le directeur de la Banque centrale américaine (la *Fed*, *Federal Reserve Bank*), et avec de la chance.

Tableau 1 Variables macroéconomiques pour les États-Unis, 1991-1998

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Excédent budgétaire (% du PIB)	-3,3	-4,5	-3,8	-2,7	-2,4	-1,4	-0,3	0,8
Croissance du PIB (%)	-0,9	2,7	2,3	3,4	2,0	2,7	3,9	3,7
Taux d'intérêt (%)	7,3	5,5	3,7	3,3	5,0	5,6	5,2	4,8

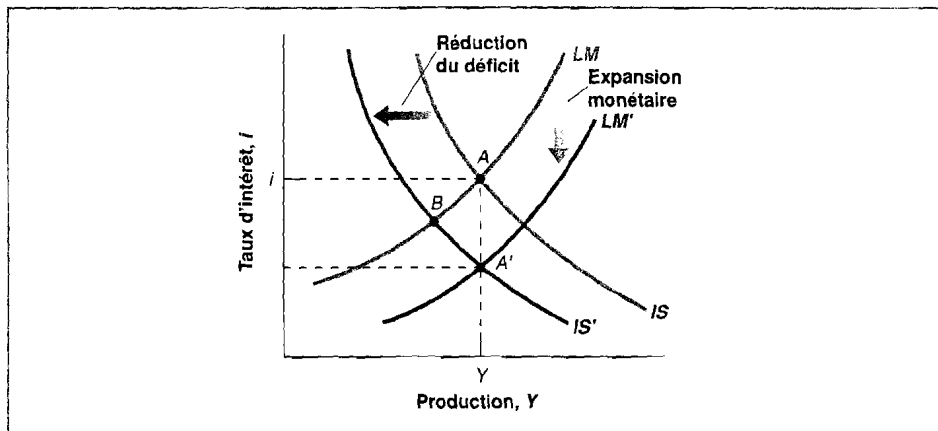
Taux d'intérêt : taux d'intérêt moyen sur l'année des bons du Trésor à un an.

Source : Bureau d'analyse économique.

Avant même les élections, le président de la Fed, Alan Greenspan, avait fait entendre ses inquiétudes à propos du déficit. Une fois Clinton élu, Greenspan lui signifia qu'il serait heureux de l'aider. Sans le dire explicitement, il lui fit comprendre que s'il s'engageait dans une politique de contraction budgétaire, la Fed tenterait de contrebalancer les effets négatifs sur l'activité économique par une politique monétaire plus expansionniste. Dans les termes du diagramme IS/LM de la figure 1, la Fed s'engageait implicitement à déplacer la courbe LM vers le bas au cas où une contraction budgétaire déplacerait la courbe IS vers la gauche. Cela permettait d'amener l'économie en A' plutôt qu'en B.

Sur la base de cet accord implicite, Clinton a proposé un plan de réduction du déficit au Congrès américain en février 1993. Ce plan prévoyait une lente réduction du déficit jusqu'à 2,5 % en 1998, à la fois par une hausse des taxes et une baisse des dépenses. La taille limitée de cette réduction était due à la crainte d'une récession en cas de réduction trop brutale du déficit. Une fois ce plan accepté, la Fed a tenu ses engagements implicites : les taux d'intérêt, qui avaient déjà été baissés en 1991 et 1992, ont été encore diminués en 1993 et 1994. Le taux d'intérêt était de 3,3 % en 1994 contre 7,3 % en 1991. Le résultat de ce policy-mix (contraction budgétaire et expansion monétaire) fut une croissance soutenue de la production et une réduction du déficit.

Figure 1 - Réduction des déficits et expansion monétaire.



Une juste combinaison d'une contraction budgétaire et d'une expansion monétaire peut permettre de réduire les déficits, sans effets négatifs sur la production.

La croissance de la production entre 1992 et 1998 est-elle seulement due à un fin policy-mix ? Non, elle est également due à la chance. À partir de 1995 notamment, divers facteurs, de la confiance des consommateurs et des entreprises à un marché financier euphorique, ont conduit à des déplacements favorables de la courbe IS, et ont renforcé la croissance. Ceci eut deux conséquences :

- La Fed n'eut pas à baisser davantage les taux d'intérêt. Les déplacements vers la droite de la courbe IS étaient suffisants pour soutenir l'activité. La Fed a même dû remonter légèrement les taux à partir de 1994 pour éviter une « surchauffe » de l'économie (voir les quatre chapitres suivants sur ce point).



- L'effet mécanique de cette forte croissance fut de réduire encore le déficit : quand une économie croît, le montant des impôts, qui est indexé sur la production, croît, sans que les dépenses publiques soient affectées. Le déficit est donc automatiquement réduit. Ainsi, la forte croissance a entraîné une réduction des déficits plus forte que celle anticipée par l'administration Clinton elle-même.

Parfois le policy-mix budgétaro-monnaire peut résulter de tensions ou d'un désaccord entre le gouvernement (qui dirige la politique budgétaire) et la banque centrale (qui a en charge la politique monétaire). Par exemple, si la banque centrale désapprouve une expansion budgétaire qu'elle juge dangereuse, elle peut opérer une contraction monétaire pour annuler certains effets de la politique budgétaire sur l'activité du pays. Une telle tension a existé en Allemagne au début des années 1980, après la réunification (voir l'encadré plus loin)¹⁷.

7.6 Aspects dynamiques

Revenons d'abord sur la courbe *IS* et analysons les effets d'une hausse des impôts. Comme nous l'avons vu, une hausse des impôts entraîne un déplacement de *IS* vers la gauche. Sur la figure 7.10 (a), la courbe *IS* se déplace de *IS* à *IS'*. Pour un taux d'intérêt donné i_A , le niveau de production d'équilibre décroît de Y_A à Y_B .

La production va-t-elle réellement décroître immédiatement de Y_A à Y_B ? (nous verrons plusieurs arguments contre au chapitre 8) : il faut du temps pour que la production réponde à la baisse de la demande (les entreprises peuvent d'abord stocker avant de réduire la production) ; il faut sans doute du temps avant que les consommateurs répondent à la baisse de leur revenu par une baisse de leur consommation. Nous pouvons maintenant ajouter une troisième raison : il faut sans doute du temps pour que les entreprises révisent leurs plans d'investissement suite à la baisse de la demande. Pour toutes ces raisons, la baisse de la production ne va se faire que lentement¹⁸.

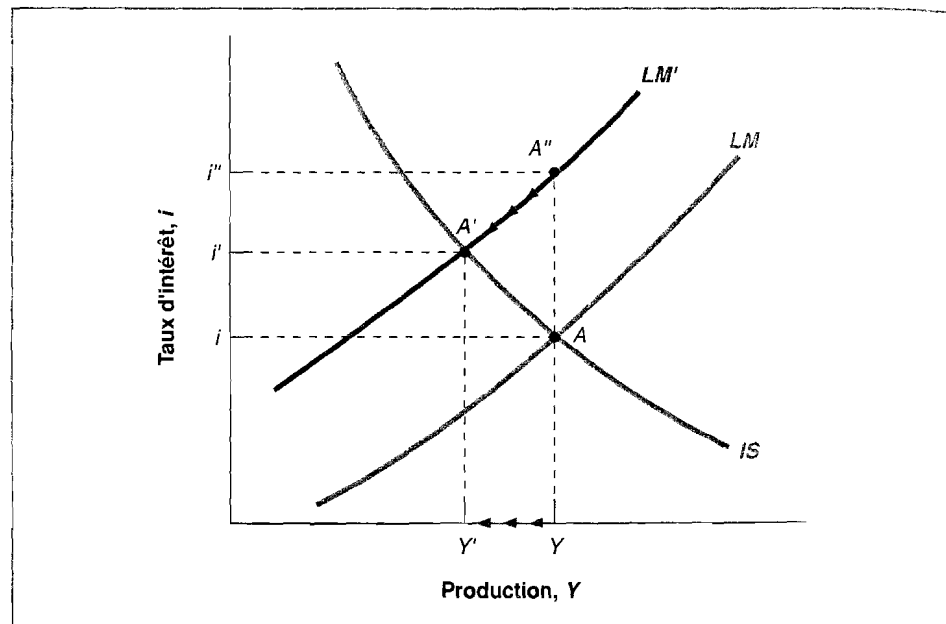
Plus généralement, il est raisonnable de supposer que la production, quand elle se situe à droite de l'équilibre, décroît lentement et que, quand elle est à gauche de l'équilibre, croît lentement.

Considérons maintenant la courbe *LM* et les effets d'une contraction monétaire. Comme nous l'avons vu, une contraction monétaire entraîne un déplacement de *LM* vers le haut. Sur la figure 7.10 (b), la courbe *LM* se déplace de *LM* à *LM'*. Pour un niveau de production donné Y_A , le taux d'intérêt augmente de i_A à i_B . Combien de temps faut-il pour que le taux d'intérêt s'ajuste ?

17. Voir les encadrés « L'unification allemande, les taux d'intérêt et le système monétaire européen », chapitre 17, et « L'anatomie d'une crise : la crise du SME, septembre 1992 », chapitre 18.

18. Origine de la dynamique sur le marché des biens : (a) la production s'ajuste lentement à la demande ; (b) la demande (consommation, investissement) s'ajuste lentement au revenu (à la production).

Figure 7.11 - Les effets dynamiques d'une contraction monétaire.



Une contraction monétaire entraîne une hausse immédiate du taux d'intérêt. Ce taux d'intérêt entraîne progressivement une baisse de la production.

En d'autres termes : la contraction monétaire entraîne d'abord une forte hausse du taux d'intérêt. Cette hausse du taux d'intérêt entraîne une baisse progressive de la production. Cette dimension temporelle est importante, et une leçon pour la politique monétaire peut en être tirée. La politique monétaire peut affecter rapidement le taux d'intérêt mais pas le niveau de production. La banque centrale doit donc éviter de livrer une bataille trop tardive : par exemple, il n'y a aucun intérêt à lutter contre une récession en baissant le taux d'intérêt si cette récession est terminée lorsque le faible taux d'intérêt commence à affecter l'activité économique.

La réunification allemande et la lutte budgétaro-monnaire

En 1990, l'Allemagne de l'Ouest et l'Allemagne de l'Est ont formé à nouveau un seul pays. Bien que les niveaux économiques des deux parties fussent très proches avant la Seconde Guerre mondiale, ils étaient très différents en 1990. L'Allemagne de l'Ouest était beaucoup plus riche et beaucoup plus productive que l'Allemagne de l'Est. Les conséquences économiques de la réunification furent nombreuses. Nous ne nous intéresserons ici qu'aux conséquences en matière de politique économique.

La réunification a fait apparaître clairement la non-compétitivité des entreprises est-allemandes. Beaucoup d'entreprises devaient tout simplement être fermées, complètement ou en partie, et les autres nécessitaient un équipement nouveau et plus moderne. Il est donc vite apparu que la transition allait engendrer une importante hausse des

dépenses publiques, pour construire de nouvelles infrastructures, verser des allocations chômage aux employés perdant leur emploi et subventionner les entreprises des Länder de l'Est jusqu'à ce qu'elles deviennent compétitives. Pour subvenir à cette hausse des transferts et des dépenses, le gouvernement allemand a eu recours d'une part à une hausse des impôts, d'autre part à une hausse du déficit. Le tableau 1 donne quelques chiffres clés de l'économie ouest-allemande de 1988 à 1991.

Tableau 1 : Quelques variables macro en Allemagne de l'Ouest, 1988-1991

	1988	1989	1990	1991
Croissance du PIB (%)	3,7	3,8	4,5	3,1
Croissance de l'investissement (%)	5,9	8,5	10,5	6,7
Excédent budgétaire (% du PIB)	-2,1	0,2	-1,8	-2,9
Taux d'intérêt à court terme	4,3	7,1	8,5	9,2

Source : OCDE, juin 1992.

Les chiffres montrent que, avant même la réunification, l'Allemagne connaissait une forte expansion. La croissance du PIB en 1988 et 1989 était proche de 4 %. L'investissement était en plein boom, et les recettes fiscales étant liées à l'activité économique, la forte croissance du PIB a entraîné une hausse des rentrées fiscales en 1989 et a conduit ainsi à un excédent budgétaire de 0,2 % du PIB cette même année.

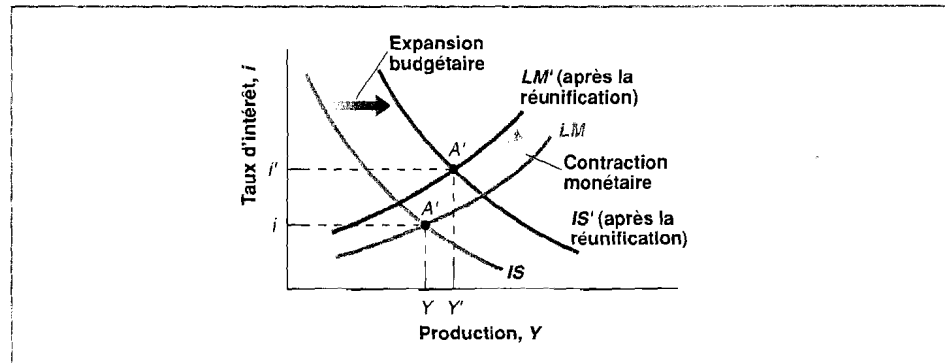
L'un des effets de la réunification a été d'accroître encore la demande. En 1990, la croissance de l'investissement était encore plus forte qu'en 1989. Du fait de la hausse des dépenses et des transferts liés à la réunification, l'Allemagne de l'Ouest est passée d'une situation d'excédent budgétaire à un déficit de 1,8 % du PIB en 1990. Selon les termes du modèle IS/LM, l'année 1990 en Allemagne a été caractérisée par un large déplacement vers la droite de IS (hausse des dépenses gouvernementales), de IS à IS' sur la figure 1.

Devant cette évolution, la banque centrale allemande eut peur que la croissance soit trop forte et crée de l'inflation. Elle décida donc de freiner la croissance, et pour ce faire, mena une politique monétaire restrictive, alors même que le taux d'intérêt était déjà passé de 4,3 % en 1988 à 7,1 % en 1989. La banque centrale laissa donc les taux d'intérêt monter jusqu'à 9,2 % en 1991. Selon les termes du modèle IS/LM sur la figure 1, la banque centrale a décidé de déplacer la courbe LM vers le haut.

Conclusion : une des conséquences de la réunification allemande a été la combinaison entre expansion budgétaire et contraction monétaire. Le résultat a été une forte croissance accompagnée d'un fort taux d'intérêt. Ces forts taux d'intérêt ont eu des conséquences non seulement en Allemagne, mais également dans le reste de l'Europe, qui a connu une récession au début des années 1990.

Macroéconomie mondiale

Figure 1 - Le policy-mix en Allemagne après la réunification.



7.7 Le modèle IS/LM décrit-il réellement ce qui se passe dans l'économie ?

Le modèle *IS/LM* nous donne un cadre pour analyser la détermination du niveau de production et du taux d'intérêt. Mais cette théorie est basée sur de nombreuses hypothèses et simplifications. Comment savoir si ces simplifications sont les bonnes ? Jusqu'à quel point doit-on croire aux réponses données par le modèle *IS/LM* ?

N'importe quelle théorie doit pouvoir répondre à ces questions. Une théorie doit passer deux tests.

- Premièrement, les hypothèses et simplifications doivent être raisonnables. Le sens de « raisonnable » n'est pas tout à fait clair. Il est évident que l'hypothèse selon laquelle il n'y a qu'un seul type de bien dans l'économie est fautive. Mais cela peut être une simplification acceptable si le fait d'introduire plusieurs types de biens conduit à un modèle plus compliqué mais donnant les mêmes résultats pour l'activité, les taux d'intérêt, etc.
- Deuxièmement, les implications majeures de la théorie doivent être compatibles avec ce que l'on observe réellement dans le monde. C'est assez simple à vérifier : à l'aide de l'économétrie, on peut mesurer les effets des changements dans les politiques monétaire et budgétaire, et voir s'ils correspondent aux prévisions du modèle *IS/LM*. Il semble que ce modèle soit assez bon.

La figure 7.12 illustre ce point. Elle montre les résultats d'une récente étude économétrique mesurant les effets d'un changement de politique monétaire sur l'activité, à partir de données américaines de 1960 à 1990²¹. L'étude se concentre sur les effets des changements du taux directeur américain, appelé *Federal Funds Rate*, le taux le plus directement affecté par la politique monétaire²².

La figure 7.12 (a) montre les effets d'une hausse de 1 % du *Federal Funds Rate* sur les ventes au détail. Le mouvement des ventes au détail est mesuré en pourcentage sur l'axe

21. Lawrence Christiano, Martin Eichenbaum et Charles Evans, « The Effects of Monetary Policy Shocks : Evidence from the Flow of Funds », dans *Review of Economics and Statistics*, février 1996, volume 78-1.

22. Nous avons discuté du marché des fonds fédéraux et du *Federal Funds Rate* au chapitre 6, section 6.3.