

UCO Cahiers de recherche en économie-gestion

N° 2026-eco-23

UCO Working Paper Series in Economics and Business Administration

N° 2026-eco-23

Mars 2026

La théorie monétaire moderne et le contrôle de l'inflation : une perspective autrichienne

Karl-Friedrich Israel

UCO Angers



COGI

Comportement, Organisation
et Gouvernance des Institutions

Université catholique de l'Ouest
Faculté de Droit, Économie, Gestion et Science politique
3 place André Leroy, 49008 Angers, France
Responsable : Karl-F. ISRAEL, kisrael@uco.fr
<https://recherche.uco.fr/equipe/egei>

La théorie monétaire moderne et le contrôle de l'inflation : une perspective autrichienne

Karl-Friedrich Israel
Université Catholique de l'Ouest
kisrael@uco.fr

Résumé

La *Théorie Monétaire Moderne* (TMM) soutient que les États souverains, émetteurs de leur propre monnaie, ne sont pas soumis à des contraintes budgétaires traditionnelles. Elle considère que la seule véritable limite à l'expansion des dépenses publiques est l'inflation. Dans cet article, nous analysons cette hypothèse à partir de la perspective de la théorie monétaire autrichienne, qui met en doute la possibilité même de mesurer, anticiper et contrôler l'inflation de manière fiable. En mobilisant les travaux de Gottfried Haberler sur les indices de prix, nous montrons que les indices agrégés tels que l'indice des prix à la consommation (IPC) reposent sur des hypothèses irréalistes et souffrent de distorsions méthodologiques et pratiques. L'article examine également les formes d'inflation qui échappent aux mesures officielles — notamment l'inflation des actifs — et souligne les risques de déséquilibres structurels induits par les politiques inspirées de la TMM. Enfin, nous analysons les limites politiques du contrôle de l'inflation tel qu'envisagé par la TMM, en soulignant son caractère illusoire à la lumière de l'économie politique et de l'histoire récente. Il en ressort que la TMM propose un cadre conceptuel instable, susceptible de compromettre la stabilité monétaire, d'aggraver les inégalités et de freiner la croissance économique réelle.

Mots-clés : Théorie Monétaire Moderne ; École autrichienne ; Inflation ; Indices de prix ; Politique budgétaire

JEL-codes : E31 ; E52 ; B53

I. Introduction

Ces dernières années, la Théorie Monétaire Moderne (TMM) a suscité un intérêt considérable dans les milieux universitaires comme dans les cercles de décideurs publics. Son principe central – à savoir qu'un gouvernement émettant sa propre monnaie fiduciaire ne fait face à aucune contrainte financière intrinsèque – peut sembler valide de manière superficielle, mais il contraste fortement avec l'économie classique, et en particulier avec l'École autrichienne moderne, qui représente une mise à jour contemporaine de cette tradition.

Selon la TMM, un État souverain émettant sa propre monnaie ne peut pas « manquer d'argent » comme le ferait un ménage ou une entreprise, puisqu'il crée lui-même la devise qu'il utilise pour ses dépenses et sa fiscalité. De ce fait, les déficits publics ne sont pas intrinsèquement problématiques : ils sont conçus comme des instruments de politique économique visant à assurer le plein emploi et à mobiliser les ressources inactives.

Pour les partisans de la TMM, la véritable contrainte à la dépense publique n'est pas la solvabilité financière, mais l'inflation. Comme l'a exprimé Stephanie Kelton en critiquant la politique budgétaire américaine ayant réduit le déficit à 2,4 % du PIB en 2015 (après un sommet de 9,8 % en 2009, en pleine crise financière), cette prudence était injustifiée : « Un déficit ne

prouve une dépense excessive que s'il provoque de l'inflation. Puisque les prix n'augmentaient pas, le déficit ne pouvait pas être trop important » (Kelton 2020, p. 42). De fait, l'inflation officielle demeurait faible, ce qui a justifié, par la suite, un élargissement sans précédent du déficit durant la pandémie de Covid-19 (jusqu'à 14,9 % du PIB en 2020).

La TMM soutient que tant qu'il existe des ressources inutilisées – travail, capital ou autres – les gouvernements peuvent et doivent adopter une politique budgétaire expansionniste sans craindre d'effets déstabilisateurs ou d'inflation excessive. Lorsque la capacité de production est proche de son plein potentiel, la théorie reconnaît alors le risque d'une inflation par la demande, et insiste pour que la stabilité des prix devienne l'objectif prioritaire de la politique économique, tant budgétaire que monétaire. L'imposition, la réglementation et les coupes ciblées dans les dépenses sont alors présentées comme des leviers de contrôle plus efficaces que la gestion de la masse monétaire ou les taux d'intérêt, que la TMM considère comme des instruments relativement grossiers.

En ce sens, la TMM ne constitue pas, comme certains critiques le prétendent, un chèque en blanc pour une dépense publique illimitée. Elle ne nie pas les risques inflationnistes, ni ne suppose que les gouvernements puissent ignorer totalement les prix. Elle propose plutôt un changement de paradigme dans les priorités politiques : passer d'objectifs budgétaires arbitraires à des contraintes réelles liées aux ressources disponibles. En surface du moins, il semble que de nombreux décideurs politiques dans le monde souscrivent implicitement à cette vision.

Ces cibles budgétaires arbitraires sont encore visibles, par exemple, dans les traités de l'Union européenne, où les États membres sont censés maintenir leur déficit annuel en dessous de 3 % du PIB, et leur dette publique totale en dessous de 60 %. Ces seuils sont rarement pris au sérieux. Même l'Allemagne, souvent perçue comme modèle de rigueur budgétaire, a enfreint la règle des 3 % à neuf reprises entre 2000 et 2023, et son niveau d'endettement dépasse aujourd'hui les 60 % du PIB. Cela peut être interprété comme un signe que la position défendue par la TMM gagne du terrain, même dans des pays traditionnellement prudents.

Toutefois, ce qui a récemment freiné cet élan, ce sont les hausses marquées de l'inflation observées à partir de 2022. Pour la TMM, une telle hausse indique que la contrainte réelle – celle des ressources disponibles – a été atteinte. Les ressources deviennent plus rares par rapport aux dépenses, et les prix augmentent pour aligner les activités économiques sur la disponibilité réelle des ressources. Dès lors que l'inflation s'accélère, la politique publique doit ralentir son expansion : telle est la position officielle de la TMM.

Du point de vue de la Théorie Monétaire Autrichienne (TMA), toutefois, ce cadre repose sur une hypothèse profondément problématique : l'idée que l'inflation des prix peut être observée, mesurée et contrôlée de manière fiable en temps réel. L'acceptation par la TMM de l'inflation comme contrainte déterminante ne suffit pas si cette contrainte ne peut être ni clairement identifiée, ni quantifiée de manière significative. C'est là que se situe le cœur de la critique autrichienne, développée dans cet article.

II. Limites épistémologiques et illusions statistiques

Si l'inflation doit constituer la contrainte principale dans le cadre conceptuel de la TMM – marquant la frontière entre une expansion budgétaire responsable et une dérive inflationniste – elle doit être un phénomène que les statisticiens peuvent détecter de manière fiable et auquel

les décideurs peuvent réagir efficacement. Or, du point de vue autrichien, cette confiance dans la mesurabilité de l'inflation est fondamentalement erronée.

Il y a près d'un siècle, Gottfried Haberler a apporté une contribution décisive à la théorie des indices de prix dans sa thèse d'habilitation sur la signification des nombres-indices (Haberler 1927). Il y montrait que, même sous des hypothèses héroïques, il est impossible de déterminer un taux d'inflation exact. Là où la TMM considère l'inflation comme un agrégat macroéconomique quantifiable, Haberler – suivi par de nombreux économistes autrichiens – affirme qu'il n'existe pas de taux d'inflation véritable objectivement mesurable. Les économistes autrichiens modernes insistent sur la complexité granulaire de la vie économique et l'interprètent comme un processus fondé sur un savoir dispersé (cf. Kirzner 1973). Et à juste titre. Mais le problème de la mesure de l'inflation va même au-delà de cette complexité. Comme l'a montré Haberler, même dans un monde relativement simple, il est impossible de mesurer l'inflation avec précision.

La contribution de Haberler à la théorie de la mesure de l'inflation : il n'existe pas de taux d'inflation objectif

Deux indices standards sont généralement étudiés dans la littérature : les indices de Paasche et de Laspeyres. Il est bien établi que ces indices encadrent le taux d'inflation supposé « véritable », le premier fournissant une borne inférieure et le second une borne supérieure. Ce que l'on ignore souvent, c'est que ce résultat découle des travaux précurseurs de l'économiste autrichien Gottfried Haberler. Il a expliqué, sur la base de la théorie de la valeur subjective, pourquoi et sous quelles hypothèses ces deux bornes encadrent le taux réel. Il a ainsi offert une justification théorique à l'idée de choisir une valeur intermédiaire, comme le faisait Irving Fisher avec sa « formule idéale » (Fisher 1922), fondée sur la moyenne géométrique des deux indices – bien que Fisher lui-même n'en ait donné qu'une justification formelle et non économique.

Haberler, quant à lui, a développé un argument fondé sur la théorie autrichienne de la valeur, lequel s'est révélé fécond même au-delà du champ de l'économie autrichienne.¹ Or, son argument repose sur des hypothèses qui sont rarement remplies dans la réalité. Il apparaît donc illusoire de faire de ces indices un outil central de la politique publique, comme le souhaitent les défenseurs de la TMM et nombre d'économistes de la théorie monétaire dominante.

Pour comprendre l'argument d'Haberler, imaginons une situation simple dans laquelle un individu effectue des choix de consommation à deux moments différents. L'objectif est de mesurer le changement du niveau des prix entre ces deux moments. La première étape consiste à poser la bonne question. Haberler soutient qu'un changement du niveau général des prix n'a de sens que s'il est rapporté aux évaluations subjectives de l'acteur. Autrement dit, ce niveau doit être conceptualisé en termes de satisfaction des besoins. Il propose donc une définition : les prix sont restés constants si l'individu peut obtenir le même degré de satisfaction pour le même montant d'argent aux deux périodes. Si la même somme ne suffit plus pour atteindre ce niveau de satisfaction, c'est que les prix ont augmenté, c'est-à-dire qu'il y a eu inflation. L'enjeu devient alors le suivant : de combien de revenu nominal a-t-on besoin pour maintenir un niveau de vie constant, c'est-à-dire un revenu réel stable ?

¹ Paul Samuelson, qui fut l'un des premiers étudiants de Haberler à Harvard dans les années 1930, a construit sa théorie des préférences révélées sur la théorie des nombres-indices de Haberler, sans toutefois le citer explicitement (Israel 2024).

Dire que les prix ont augmenté de 10 % signifie simplement que l'on a besoin de 10 % de revenu supplémentaire pour conserver le même niveau de vie. Or, si les préférences sont subjectives, il est impossible de mesurer ce niveau de vie de manière objective. Il en résulte qu'il est impossible de mesurer l'inflation de manière objective. Toutefois, Haberler avance que l'on peut, à partir des choix de consommation effectivement réalisés (et de ceux qui étaient possibles mais non retenus), en déduire certaines bornes pour l'évolution du niveau des prix.

Ce raisonnement repose sur l'idée que les choix révèlent ou démontrent les préférences.² Pour tirer des conclusions sur l'évolution du niveau de vie, il faut cependant postuler que les préférences restent constantes. Si elles changent, il devient impossible d'affirmer, par exemple, qu'un panier identique procure la même satisfaction à deux moments distincts. Mais ce n'est là que le début : l'argument suppose en outre les conditions suivantes :

1. Les préférences sont constantes.
2. Le niveau de satisfaction initial est constant.
3. Les conditions sociales, culturelles et politiques sont constantes.
4. L'intégralité du revenu est consommée.
5. Tous les biens sont disponibles à chaque période.
6. Ils peuvent être librement achetés sur des marchés non réglementés.

Il serait trop long d'examiner ici en détail toutes ces hypothèses, mais force est de constater qu'elles ne sont jamais réunies dans la réalité. C'est pourquoi, même dans le meilleur des cas, les indices de prix ne peuvent fournir qu'un encadrement approximatif, et jamais une mesure fiable du phénomène inflationniste. Or, c'est précisément ce que la TMM exige d'eux.

Pour illustrer son propos, Haberler imagine un individu achetant un panier de biens au moment 1, puis au moment 2. Le panier initial coûte une somme M_1 aux prix de la première période. Si ce même panier coûte M_2 aux prix de la deuxième période, l'indice de Laspeyres est donné par le ratio :

$$L = \frac{M_2}{M_1}$$

Par exemple, si le panier initial coûte 1 000 € en période 1 et 1 050 € en période 2, l'indice de Laspeyres est $L = 1,05$, ce qui indique une hausse des prix de 5 %. Cela signifie que l'individu aurait besoin de 5 % de revenu nominal en plus pour acheter exactement le même panier. Or, sous les hypothèses précédemment évoquées, il pourrait éventuellement acheter un autre panier mieux adapté aux nouveaux prix relatifs – et peut-être plus satisfaisant encore. Dans ce cas, la hausse réelle des prix serait inférieure à 5 %, parce que un revenu accru de 5 % permettrait d'atteindre un niveau de vie supérieur à celui d'avant. L'indice de Laspeyres fournit donc une borne supérieure du taux d'inflation perçu.

De même, l'indice de Paasche constitue une borne inférieure, car il prend en compte le panier effectivement consommé à la période 2, évalué aux prix des deux périodes.³ Lorsque les paniers restent constants dans le temps, les deux indices coïncident. Mais ce cas est exceptionnel. En

² La notion de « préférence démontrée », par opposition à la « préférence révélée » de Samuelson, a été appliquée à l'économie du bien-être par Rothbard (1997 [1956]). Pour une discussion et une défense récente de l'économie du bien-être selon Rothbard, voir Fegley et Israel (2024).

³ L'argument formel est exposé de manière bien plus détaillée dans Israel (2024).

pratique, les comportements de consommation évoluent, et il est impossible de déterminer objectivement quel panier doit servir de référence.

La leçon essentielle tirée de l'analyse d'Haberler est donc la suivante : même dans le cas extrêmement simplifié d'un individu dont les préférences restent constantes entre deux dates, il est impossible de calculer un taux d'inflation précis. On ne peut fournir qu'une fourchette dans laquelle se situe le taux subjectif, lié aux conditions personnelles, sociales et institutionnelles. Il n'existe pas de « niveau général des prix » objectif, ni de taux d'inflation objectivement mesurable.⁴

Problèmes pratiques de la mesure de l'inflation : effets de revenu, effets de substitutions, changements de qualité, produits nouveaux, et interventionnisme

Haberler souligne également que, même pour un seul et même individu, l'évolution du pouvoir d'achat de la monnaie peut varier selon les niveaux de revenu nominal, toutes choses égales par ailleurs. Cela s'explique par les effets de revenu. À différents niveaux de revenu, des paniers de consommation très différents deviennent pertinents. Les individus disposant de revenus élevés consomment des produits de haute qualité, dont le taux d'inflation est souvent différent de celui des biens de moindre qualité consommés par les personnes à faibles revenus. Ainsi, même si les évaluations subjectives sont similaires, les différences de conditions matérielles modifient les habitudes de consommation et compliquent la mesure de l'inflation à l'échelle de la société. En pratique, lorsqu'on cherche à calculer un taux d'inflation global valable pour différents groupes sociaux, il faut nécessairement prendre des décisions plus ou moins arbitraires pour aboutir à un indice moyen. Une série entière de problèmes pratiques supplémentaires découle du fait que les hypothèses sous-jacentes à l'argument de Haberler ne sont presque jamais satisfaites.

Premièrement, si les préférences, les satisfactions initiales ou les contraintes externes ne sont pas maintenues constantes (hypothèses 1, 2 et 3), toute la base de l'argument s'effondre. Le véritable taux d'inflation pourrait alors être bien supérieur à celui suggéré par l'indice de Laspeyres, voire inférieur à celui de Paasche. En effet, il est possible que l'indice de Paasche fournisse une valeur supérieure à celle de Laspeyres, ce qui contredirait manifestement la logique même de l'argument. Mais même si l'on suppose que les préférences et les contraintes restent constantes, une liste quasi infinie de problèmes supplémentaires surgit – certains évidents, d'autres plus subtils. Examinons-les tour à tour.

Il est utile de revenir à l'argument de Haberler. Une façon intuitive de comprendre pourquoi l'indice de Laspeyres constitue une borne supérieure consiste à penser aux effets de substitution dans le comportement du consommateur. Celui-ci choisira toujours le panier qui lui semble optimal, compte tenu des prix de marché en vigueur. Ce choix repose non seulement sur le niveau général des prix, mais aussi sur la structure des prix relatifs, c'est-à-dire sur le coût relatif des biens entre eux. Le consommateur tend à remplacer les biens devenus relativement plus chers par ceux devenus relativement moins chers. Entre deux périodes, certains produits verront leur prix augmenter moins rapidement que d'autres. Il en résulte une tendance naturelle à ajuster le panier de consommation. Ces substitutions traduisent les préférences du consommateur et sont motivées par l'espoir d'en tirer bénéfice. Si l'on ignore ces changements, comme le fait l'indice de Laspeyres de base, on surestime généralement l'inflation, car on suit le prix d'un panier fixe sans tenir compte des nouvelles opportunités liées à la variation des prix relatifs.

⁴ Voir à ce sujet, par exemple, également Mises, L. (1998 [1949]), chapitre XII, section 4.

En pratique, aux États-Unis comme en Europe, cette observation a justifié une actualisation plus fréquente des pondérations dans le panier de consommation. L'indice des prix à la consommation (IPC) américain et l'indice harmonisé européen (IPCH) restent formellement de type Laspeyres chaîné, mais leur panier est désormais actualisé chaque année, suite aux critiques formulées par la commission Boskin dans les années 1990. Celle-ci soutenait que le IPC à l'époque surestimait l'inflation en raison des effets de substitution (Israel et Schnabl 2024). Par conséquent, les estimations actuelles de l'inflation sont plus faibles qu'avec les anciennes méthodes. Cela peut être partiellement justifié par l'argument de Haberler. Toutefois, certains aspects essentiels sont négligés.

Les substitutions de biens par les consommateurs, motivées par les prix relatifs, s'accompagnent de changements dans la qualité globale – donc dans la valeur subjective – du panier de consommation. L'argument de Haberler suppose implicitement que ces substitutions améliorent la situation du consommateur et donc la qualité du panier. Cela est en partie vrai. Mais cela ne signifie pas que le panier effectivement choisi est toujours supérieur au précédent en termes de valeur subjective. Ce ne serait le cas que si le panier initial restait accessible, c'est-à-dire si le revenu nominal augmentait au moins autant que l'indice de Laspeyres l'indique. Sinon, le consommateur se verra contraint d'acheter un panier de qualité inférieure. L'indice de Laspeyres indique le montant à ajouter au revenu pour maintenir le même niveau de vie, mais si ce revenu n'augmente pas d'autant, l'indice ne donne aucune information fiable sur la perte de revenu réel. Encore une fois, cette perte est fondamentalement subjective.

Prenons l'exemple d'un consommateur habitué à acheter des produits bio au marché local. Si leurs prix augmentent sensiblement mais que son revenu reste inchangé, il pourrait se tourner vers de la restauration rapide bon marché, qu'il apprécie peu, mais qui reste dans son budget. Dans ce contexte, ces produits sont sa meilleure option, mais son niveau de vie a clairement décliné. Cette perte n'est pas nécessairement reflétée par un indice de prix. Si l'indice de Laspeyres indique une hausse de 20 % en se basant sur les produits bio, par exemple, cela ne signifie pas que la satisfaction du consommateur ait diminué de 20 %. La perte perçue pourrait être plus ou moins grande. D'après la théorie de la valeur subjective, il est dépourvu de sens de quantifier cette perte. Tout ce que l'on peut affirmer, c'est que la qualité globale du panier a diminué et que le consommateur est dans une situation pire.

Ce problème concerne tous les cas réels où les revenus nominaux ne suivent pas la hausse générale des prix. Les substitutions deviennent alors un mécanisme de défense contre la hausse des coûts, atténuant les effets négatifs, mais sans les éliminer. Dans de nombreux pays développés, les revenus salariaux médians évoluent peu et peinent à suivre l'inflation officielle. Les ménages ouvriers sont pénalisés lorsqu'ils doivent renoncer à des biens de meilleure qualité pour maintenir leurs dépenses dans les limites de leur budget.

Cela ouvre la boîte de Pandore des problèmes pratiques. La qualité globale du panier est essentielle, compte tenu de ce que les indices de prix sont censés mesurer. Pourtant, aucun institut statistique ne tente de corriger les variations de qualité globale – à juste titre, car cela est objectivement impossible. Mais cela n'empêche pas les instituts de chercher à résoudre un autre problème fondamental : les ajustements de qualité sur les biens individuels. Tout le monde sait que les qualités des biens évoluent. Un changement de qualité peut être interprété comme une variation implicite de prix. Une amélioration de qualité correspond à une baisse implicite, une dégradation à une hausse implicite. Ces changements faussent les statistiques d'inflation et

doivent donc être corrigés. Cela se fait par différentes méthodes, les plus connues étant les ajustements hédoniques.

Ces ajustements consistent à estimer la valeur monétaire d'une modification qualitative, puis à la soustraire du prix observé. Supposons qu'un ordinateur vendu à 1 000 € soit remplacé par un nouveau modèle à 1 200 € avec un processeur plus rapide et un disque dur plus grand. Les statisticiens estiment, via une régression, que l'amélioration vaut 180 €, et retiennent donc un prix ajusté de 1 020 €. L'inflation mesurée n'est alors que de 2 % au lieu de 20 %. C'est une pratique courante, mais problématique.

Premièrement, la qualité est par essence immesurable. Il n'existe pas de manière objectivement correcte de l'ajuster. Et si l'on tente tout de même, on introduit des biais structurels. Les producteurs ont intérêt à mettre en avant les améliorations (comme la puissance de calcul). Elles sont donc visibles pour les consommateurs et les statisticiens. En revanche, ils dissimulent souvent les dégradations (matériaux, durabilité). Ainsi, les améliorations sont comptabilisées, les dégradations ignorées, ce qui crée un biais à la baisse dans les indices.

Même si l'on pouvait estimer fidèlement la valeur monétaire des variations de qualité, cela poserait un autre problème : les améliorations influencent les comportements. Une amélioration effective d'un bien attire la demande vers ce produit, ce qui fait baisser les prix de ses substituts. Cela exerce un effet déflationniste indirect, déjà intégré dans les indices si les substituts sont inclus dans le panier.

Cela se voit clairement dans les cas extrêmes. Lors de l'arrivée du premier smartphone, les téléphones classiques ont vu leur prix chuter. Le nouveau produit, véritable saut qualitatif, a attiré la demande et fait baisser les prix ailleurs, sans que les offices statistiques aient besoin d'ajustements explicites. Dans une économie dynamique, où qualités et produits évoluent constamment, ces changements sapent l'hypothèse 5 de Haberler. Les méthodes statistiques pour les gérer sont opaques et peuvent introduire plus de biais qu'elles n'en corrigent.⁵

Enfin, un autre problème largement méconnu concerne l'hypothèse 6. Haberler souligne que ses conclusions ne sont valables que si les choix du consommateur sont libres. Les biens doivent pouvoir être échangés librement. Si certains produits sont imposés, interdits, ou si les prix sont contrôlés, taxés ou subventionnés, la construction même d'indices devient encore plus fragile. Haberler insiste donc sur la condition institutionnelle fondamentale : l'existence d'un marché libre. Dans un système interventionniste, les statistiques d'inflation deviennent encore plus incertaines. Que signifierait un niveau de prix stable si tous les prix étaient plafonnés ? L'interventionnisme fausse non seulement les calculs à l'échelle microéconomique, mais aussi les agrégats macroéconomiques. La TMM promeut ainsi un système qui sape la validité de sa propre ligne de démarcation entre expansion budgétaire utile et excès dépensiers. Tout indice de prix est en partie arbitraire, mais l'est encore plus dans une économie interventionniste. Le suivre comme référence peut entraîner de lourdes conséquences économiques.

III. Une inflation disproportionnée hors des marchés de biens de consommation : fluctuations à court terme et affaiblissement de la croissance à long terme

⁵ Comme le rapportent Israel et Schnabl (2024, p. 623, note de bas de page 16), même les offices statistiques chargés du calcul des indices de prix ne connaissent pas l'impact global des ajustements explicites de qualité sur les données de prix observées. Les données brutes ne sont pas accessibles au public ; seules les données corrigées pour la qualité sont généralement consultables.

Notre discussion jusqu'à présent a remis en cause la validité de toutes les hypothèses listées, à l'exception de la quatrième, selon laquelle le revenu disponible du consommateur est entièrement consacré à la consommation. Haberler souligne que son argument n'est valable que si la totalité du revenu nominal est consommée, c'est-à-dire en l'absence d'épargne ou de constitution de patrimoine. Il part de l'hypothèse d'un consommateur « pur ». Cette simplification, qui vise à éviter la confusion entre revenu et richesse dans les calculs d'indices, a en réalité des implications profondes : elle met en évidence une lacune majeure dans les mesures conventionnelles de l'inflation.

Les indices d'inflation standard – ceux que la TMM et d'autres courants macroéconomiques prennent pour guide dans la politique monétaire et budgétaire – se concentrent exclusivement sur les marchés de biens de consommation, en excluant tous les autres domaines où l'inflation peut apparaître, souvent de manière disproportionnée.⁶

La dépendance de la TMM envers les indices généraux de prix à la consommation fait l'impasse sur l'inflation sectorielle, et en particulier sur l'inflation des actifs – comme les actions ou l'immobilier. Or, les économistes autrichiens rappellent depuis longtemps que l'expansion monétaire n'affecte pas tous les secteurs de l'économie de manière homogène ni simultanée (Mises 1953 ; Rothbard 2009, chapitre 11 ; Hayek 2008). L'effet Cantillon, formulé par Richard Cantillon (Cantillon 1755) et repris par les autrichiens modernes (Hayek 1985), décrit comment la monnaie nouvellement créée entre dans l'économie de manière inégale, en profitant d'abord aux premiers récipiendaires (banques, gouvernements, détenteurs d'actifs), avant que les prix ne s'ajustent ailleurs.

Ainsi, même si les prix à la consommation restent stables selon les indices officiels, les effets des politiques expansionnistes se manifestent dans les marchés financiers, l'immobilier ou les biens d'équipement. Cela alimente des bulles spéculatives et fausse les signaux d'investissement. Ce type d'inflation ne figure pas dans l'indice des prix à la consommation (IPC), mais modifie en profondeur la structure de l'économie, engendrant des « mauvais investissements » (*malinvestments*) et une croissance non durable – traits caractéristiques de la théorie autrichienne des cycles économiques (Rothbard, 2000).

Si l'inflation constitue la seule limite à la dépense souveraine dans le cadre de la TMM, mais qu'elle n'est reconnue que lorsqu'elle apparaît dans l'IPC, alors la politique publique peut continuer à s'étendre bien au-delà du point où elle devient nocive. La TMM, en mettant l'accent sur le plein emploi et la mobilisation des ressources comme objectifs principaux, minimise l'importance des signaux de prix dans la structure du capital. Or, ce sont précisément ces signaux – taux d'intérêt, prix intertemporels, rendements des investissements – qui assurent la coordination de la croissance économique à long terme dans une économie de marché.

Les économistes autrichiens insistent sur le fait que des distorsions inflationnistes peuvent se produire sans hausse correspondante de l'IPC. Le processus inflationniste fausse les prix relatifs entre les biens de consommation, dont les prix augmentent souvent modérément, et les actifs, dont les prix s'envolent. L'explication est simple : une politique monétaire expansionniste abaisse artificiellement les taux d'intérêt en dessous de leur niveau naturel. Cela augmente mécaniquement la valeur actualisée des actifs réels, en stimulant directement leur prix. Ensuite,

⁶ Prenons par exemple Cochrane (2023) qui fonde l'ensemble de sa théorie, sans esprit critique, sur les statistiques officielles d'inflation, et plaide pour des réformes de la politique budgétaire afin de maîtriser l'inflation mesurée par l'IPC. En apparence, la théorie de Cochrane constitue un contrepoids à la TMM, mais il partage fondamentalement l'idée que les statistiques officielles d'inflation constituent une référence fiable.

quand l'inflation des prix à la consommation se manifeste, les rendements anticipés des actifs augmentent, ce qui alimente encore davantage la hausse de leur prix.

Même si l'inflation des prix à la consommation reste modérée (autour de 2 % par an), les épargnants cherchent à protéger leur capital de la dévalorisation monétaire en le plaçant dans des actifs réels. Cela entraîne une demande disproportionnée pour les actions, l'immobilier ou d'autres biens tangibles. Le résultat est une inflation excessive sur les marchés d'actifs, qui s'auto-entretient et mène régulièrement à des bulles spéculatives.

L'histoire économique récente regorge d'exemples où l'IPC est resté stable, tandis que les prix des actifs ont flambé, avec des conséquences marquantes sur l'inégalité de richesse et la stabilité macroéconomique :

- La bulle internet (fin des années 1990) : des conditions de crédit faciles et une spéculation effrénée ont fait monter en flèche les actions technologiques. L'inflation mesurée par l'IPC est restée faible, mais l'inflation des actifs a atteint des niveaux extrêmes, alimentant des investissements sans viabilité économique.
- La bulle immobilière (années 2000) : favorisée par des taux d'intérêt bas et des soutiens publics à l'accession à la propriété, le capital s'est concentré de manière disproportionnée dans l'immobilier. Là encore, l'IPC n'a que faiblement augmenté, tandis que les prix immobiliers ont explosé, masquant la gravité des déséquilibres jusqu'au krach de 2008.
- L'expansion monétaire post-2008 : les banques centrales ont massivement injecté des liquidités, et les États ont maintenu des déficits élevés. L'IPC est resté en dessous des cibles, mais les marchés boursiers et immobiliers ont fortement progressé, aggravant les inégalités de patrimoine et créant un aléa moral fondé sur l'anticipation de nouveaux plans de relance.

Les partisans de la TMM pourraient objecter que ces épisodes sont le résultat d'erreurs de politique monétaire, non budgétaire. Mais dans les faits, la frontière entre les deux est de plus en plus floue : les politiques monétaires et budgétaires sont désormais étroitement coordonnées, surtout lorsque les banques centrales financent directement la dette publique. Or, c'est précisément ce que préconise la TMM.

Si la contrainte d'inflation est définie uniquement par l'IPC, la politique peut continuer à s'étendre alors même que des bulles spéculatives menacent la stabilité économique. Cela renforce les cycles de boom et de récession.

Une autre conséquence structurelle d'un environnement inflationniste est la transformation du comportement d'investissement. Dans une économie soumise à des poussées inflationnistes – et notamment à une inflation disproportionnée des actifs – les *investissements spéculatifs* deviennent plus attrayants que les *investissements productifs*.

Les investissements productifs augmentent la capacité de production et améliorent le stock de capital réel de l'économie. À l'inverse, les investissements spéculatifs se concentrent sur des actifs existants, sans rien produire de nouveau. Dans un contexte de forte volatilité monétaire et financière, le capital se dirige davantage vers des stratégies d'appréciation des actifs que vers la création de valeur réelle.

Cette dynamique est au cœur du phénomène de financiarisation, bien documenté dans la littérature (Foroohar 2017 ; Blakeley 2019). L'inflation des actifs crée une incitation à délaisser les projets productifs, perçus comme plus risqués, au profit de placements passifs fondés sur la simple anticipation d'une hausse des prix.

Le résultat : un affaiblissement de la croissance de long terme, de la productivité et surtout des salaires réels. Cela affecte de manière disproportionnée les ménages modestes, qui n'ont pas d'actifs à valoriser et dépendent principalement de leur revenu du travail. En ce sens, les politiques inflationnistes tendent, à long terme, à pénaliser les ménages les plus vulnérables, tandis qu'elles favorisent ceux qui détiennent déjà des actifs via les plus-values. Elles contribuent ainsi à creuser les inégalités économiques.⁷

Dans plusieurs pays développés, on observe ainsi une stagnation, voire une baisse des salaires réels médians sur les deux dernières décennies. En Allemagne, par exemple, les salaires réels médians sont restés quasiment inchangés sur vingt ans, même en tenant compte de l'IPC. En intégrant une mesure plus large de l'inflation, incluant les prix des actifs et les services publics, on constate une baisse significative des salaires réels (Israel et Schnabl 2024).

Ce phénomène s'explique en partie par la logique inflationniste induite par les politiques publiques. Elle décourage l'investissement productif, détériore la croissance, et nuit à la dynamique des salaires – au détriment des populations les plus vulnérables.

IV. L'économie politique du contrôle de l'inflation : une illusion utile

Du point de vue autrichien, même si l'inflation pouvait être mesurée parfaitement, elle resterait un indicateur retardé. Les interventions monétaires mettent du temps à produire leurs effets dans l'économie. Lorsque l'inflation devient visible dans les données agrégées, les dommages sont souvent déjà consommés. Il devient donc presque impossible d'utiliser l'inflation comme contrainte en temps réel à la dépense publique, comme le propose la TMM – d'autant plus que les ajustements budgétaires, en réponse aux signaux inflationnistes, se heurtent à de sérieuses difficultés politiques.

Les partisans de la TMM affirment que les gouvernements peuvent réagir avec souplesse via des ajustements fiscaux (Wray 2015 ; Mosler 2010). Mais en pratique, la politique budgétaire est lente, politisée, et difficilement réversible. Contrairement aux taux d'intérêt, que les banques centrales peuvent modifier rapidement (sous réserve de leur indépendance institutionnelle), les hausses d'impôts et les coupes budgétaires relèvent de processus législatifs, de tractations politiques et suscitent une forte opposition populaire.⁸ Or, ce sont précisément ces instruments que la TMM présente comme leviers de contrôle de l'inflation.

L'hypothèse selon laquelle les gouvernements seraient capables de se restreindre dès l'apparition de pressions inflationnistes semble donc excessivement optimiste. Les acteurs politiques poursuivent leurs intérêts propres, tout comme les agents économiques privés – mais sans les contraintes immédiates du profit ou de la faillite. Ils sont incités à offrir des bénéfices visibles à court terme à leurs électeurs – programmes sociaux, projets d'infrastructure, baisses

⁷ Ce phénomène a été démontré empiriquement, par exemple dans le cas du Japon, par Israel et al. (2020 ; 2022 ; 2023).

⁸ Ce point est reconnu de longue date dans la littérature économique. Sur les décalages comparatifs entre la politique monétaire et la politique budgétaire, voir par exemple Friedman (1961).

d'impôts – tout en repoussant ou dissimulant les coûts à long terme. L'inflation, phénomène diffus et souvent mal compris, constitue un moyen idéal d'occulter ces coûts.

Le cadre de la TMM suppose un gouvernement bienveillant, prévoyant, et capable d'agir efficacement contre l'inflation au moment opportun. Mais dans la perspective autrichienne et selon la théorie du choix public, les gouvernements sont mieux décrits comme des coalitions d'individus soumis à des pressions électorales, à l'influence des lobbies, et à l'inertie bureaucratique.⁹ Réduire les dépenses ou augmenter les impôts en période d'inflation suppose d'imposer des coûts visibles à l'électorat – un geste politiquement risqué, voire suicidaire. Ainsi, même lorsque l'inflation devient manifeste, la réponse politique par défaut tendra vers le déni, la diversion ou des mesures superficielles, plutôt que vers les ajustements fiscaux profonds que la TMM préconise en théorie.

C'est dans ce contexte que l'on peut comprendre les déclarations publiques de responsables de la Banque centrale européenne en 2022, qualifiant l'inflation de phénomène « transitoire », pour éviter toute réforme structurelle impopulaire.

L'histoire offre de nombreux exemples similaires. Dans les années 1970, les autorités américaines ont repoussé pendant des années les ajustements monétaires et fiscaux, préférant des contrôles de prix et de salaires ou d'autres interventions qui n'ont fait qu'aggraver les déséquilibres (Gordon et al. 1980). Plusieurs pays d'Amérique latine ont repoussé leurs ajustements budgétaires pendant des périodes d'inflation élevée, jusqu'à ce que des épisodes d'hyperinflation les forcent à agir dans l'urgence. Plus récemment, en Turquie (fin des années 2010 et début des années 2020), le souci de préserver la générosité des dépenses publiques a prévalu sur la lutte contre l'inflation et la dépréciation monétaire.

L'économie politique du contrôle de l'inflation révèle ainsi un vice fondamental dans la structure de la TMM : l'inflation ne constitue pas une limite opérationnelle effective, mais une variable discrétionnaire, manipulée politiquement, et donc peu fiable. La capacité à contrôler l'inflation est présentée comme un simple ajustement technocratique, alors qu'elle dépend d'intérêts politiques profondément enracinés.

Le contrôle de l'inflation devient ainsi une illusion utile. Il sert de paravent rhétorique à des politiques budgétaires expansives, en donnant l'illusion que la dépense sera maîtrisée « si nécessaire ». Cette illusion est cruciale pour maintenir la confiance du public et contenir les craintes liées à une éventuelle dérive fiscale. Elle permet aux gouvernements de rassurer citoyens et marchés : les déficits ne sont pas dangereux, car ils seront contrôlés en cas de besoin. Mais en pratique, les ajustements requis n'interviennent souvent qu'au bord de la crise.

Dans cette optique, l'accent mis par la TMM sur l'inflation comme unique contrainte crédible ne constitue pas un véritable ancrage de politique économique, mais un outil de légitimation. Il remplace les disciplines institutionnelles solides – budgets équilibrés, taux d'intérêt de marché, étalon-or, ou concurrence monétaire internationale – par des promesses vagues de modération future.

Selon l'école autrichienne, la stabilité économique réelle exige des contraintes rigides, automatiques, indépendantes de la volonté politique. La TMM, à l'inverse, repose sur des contraintes « molles », discrétionnaires, manipulables – et donc inefficaces face aux pressions

⁹ Pour des références classiques issues des deux traditions, voir par exemple Buchanan et Tullock (1962), ainsi que Hayek (1944).

politiques. Ce qui est présenté comme une protection contre les excès inflationnistes est en réalité un mécanisme de légitimation de l'expansion de l'intervention publique, financée par l'impôt insidieux de l'inflation.

En somme, le contrôle de l'inflation dans le cadre de la TMM est un mythe politique, nécessaire au maintien d'une politique budgétaire expansive, mais voué à l'échec en tant que mécanisme crédible ou efficace. Reconnaître cette réalité est essentiel pour comprendre les dangers des politiques inspirées par la TMM – et pour saisir la pertinence persistante des enseignements autrichiens sur la monnaie, le marché et le comportement politique.

V. Conclusion

La critique autrichienne de la Théorie Monétaire Moderne met ainsi en lumière une série de failles fondamentales. Loin d'être une contrainte mesurable et maîtrisable à la dépense souveraine, l'inflation apparaît comme une variable insaisissable et politiquement manipulable. Le recours aux indices de prix à la consommation comme mécanisme de régulation des politiques budgétaire et monétaire repose sur des fondements méthodologiques fragiles. L'idée que les décideurs politiques imposeront volontairement des ajustements douloureux relève d'un optimisme historique démenti par l'expérience.

En postulant que le contrôle de l'inflation constitue une limite opérationnelle crédible, la TMM masque l'instabilité intrinsèque de ses prescriptions. Elle accorde aux gouvernements une licence dangereuse pour étendre leur sphère d'intervention économique. Ce qui reste n'est pas un cadre soutenable pour la stabilité et le progrès économiques, mais une illusion politiquement commode – une illusion qui, à terme, compromet la solidité monétaire, déforme l'allocation du capital, érode les salaires réels et affaiblit les fondations de la croissance à long terme.

Bibliographie

Buchanan, J. M., & Tullock, G. (1962). *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*. Ann Arbor: University of Michigan Press.

Cochrane, J. H. (2023). *The Fiscal Theory of the Price Level*. Princeton: Princeton University Press.

Cantillon, R. (1755). *Essai sur la nature du commerce en général*. London: Fletcher Gyles.

Fegley, T., & Israel, K. F. (2024). A Defense of Austrian Welfare Economics. *Philosophical Problems in Science (Zagadnienia Filozoficzne w Nauce)*, 76, 19–42.

Fisher, I. (1922). *The Making of Index Numbers: A Study of Their Varieties, Tests, and Reliability*. Boston and New York: Houghton Mifflin Company.

Foroohar, R. (2017). *Makers and Takers: How Wall Street Destroyed Main Street*. New York: Crown.

Friedman, M. (1961). The Lag in Effect of Monetary Policy. *Journal of Political Economy*, 69(5), 447–466.

Gordon, R. J., Okun, A. M., & Stein, H. (1980). Postwar Macroeconomics: The Evolution of Events and Ideas. In *The American Economy in Transition* (pp. 101–182). National Bureau of Economic Research.

Haberler, G. (1927). *Der Sinn der Indexzahlen: Eine Untersuchung über den Begriff des Preisniveaus und die Methoden seiner Messung*. Tübingen: J.C.B. Mohr (Paul Siebeck).

Hayek, F. A. (1944). *The Road to Serfdom*. Chicago: University of Chicago Press.

Hayek, F. A. (1985). Richard Cantillon. *Journal of Libertarian Studies*, 7(2), 217–247.

Hayek, F. A. (2008). *Prices and Production and Other Works: F.A. Hayek on Money, the Business Cycle, and the Gold Standard*. Auburn, AL: Mises Institute.

Israel, K. F. (2024). Gottfried Haberler's Contributions to the Theory of Index Numbers: A Blueprint for Revealed Preference Theory. *IREF Working Paper No. 202403*.

Israel, K. F., & Latsos, S. (2020). The Impact of (Un)Conventional Expansionary Monetary Policy on Income Inequality – Lessons from Japan. *Applied Economics*, 52(40), 4403–4420.

Israel, K. F., Sepp, T. F., & Sonnenberg, N. (2022). Japanese Monetary Policy and Household Saving. *Applied Economics*, 54(21), 2373–2389.

Israel, K. F., Sepp, T. F., & Sonnenberg, N. (2023). The Effects of Unconventional Monetary Policy on Stock Markets and Household Incomes in Japan. *Documents de travail du Centre d'Économie de la Sorbonne*, 2023-05.

Israel, K. F., & Schnabl, G. (2024). Alternative Measures of Price Inflation and the Perception of Real Income in Germany. *The World Economy*, 47(2), 618–636.

Kelton, S. (2020). *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and How to Build a Better Economy*. New York: PublicAffairs.

Kirzner, I. M. (1973). *Competition and Entrepreneurship*. Chicago: University of Chicago Press.

Mises, L. (1953). *The Theory of Money and Credit*. New Haven: Yale University Press.

Mises, L. (1998 [1949]). *Human Action: A Treatise on Economics*. Auburn, AL: Mises Institute.

Mosler, W. (2010). *The 7 Deadly Innocent Frauds of Economic Policy*. Valance Co Inc.

Rothbard, M. N. (1997 [1956]). Toward a Reconstruction of Utility and Welfare Economics. In *The Logic of Action One: Method, Money, and the Austrian School* (pp. 211–255). London: Edward Elgar.

Rothbard, M. N. (2000). *America's Great Depression*. Auburn, AL: Mises Institute.

Rothbard, M. N. (2009). *Man, Economy, and State: A Treatise on Economic Principles – With Power and Market: Government and the Economy*. Auburn, AL: Mises Institute.

Wray, L. R. (2015). *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*. New York: Palgrave Macmillan.

Blakeley, G. (2019). *Stolen: How to Save the World from Financialisation*. London: Repeater.