La macroéconomie à l'épreuve des faits

Jean-Luc Gaffard

▶ **To cite this version:**

Jean-Luc Gaffard. La macroéconomie à l'épreuve des faits. 2013. hal-00973033

HAL Id: hal-00973033

https://sciencespo.hal.science/hal-00973033

Preprint submitted on 3 Apr 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

2013-14/Septembre 2013

Document de travail

LA MACROECONOMIE A L'EPREUVE DES FAITS

Jean-Luc Gaffard
(OFCE-Sciences Po, Université de Nice Sophia Antipolis et SKEMA Business School)

ofce

La macroéconomie à l'épreuve des faits

Jean-Luc Gaffard

(*OFCE Sciences Po, Université de Nice Sophia Antipolis et SKEMA Business School*)

Science sans conscience n'est que ruine de l'âme

François Rabelais, *Pantagruel*

2013-14

Septembre 2013

Résumé

L'objet de cet article est de proposer une lecture de l'évolution des faits et des idées économiques, dans la perspective de montrer que les vieilles idées resurgissent sous de nouveaux atours, au point d'en cacher les lacunes et de rendre les crises, non seulement, difficiles à prévoir, mais même à imaginer. Vouloir incriminer la seule finance et l'incapacité des économistes d'en cerner les véritables arcanes pour les expliquer ne saurait suffire, pas plus d'ailleurs que ne le saurait la tentative de construire une macroéconomie pour temps de crise différente de celle pour temps calmes. Les crises ne viennent pas de nulle part. Elles sont le fruit d'une longue maturation dont les clés sont difficilement perceptibles par temps calme, mais existent bel et bien.

Abstract

The purpose of this paper is to propose a reading of the evolution of economic facts and ideas in order to show that the old ideas resurface in new style, to the point of hiding the gaps and make crises not only difficult to predict, but even to imagine. Explaining them, only by blaming financial behavior and the inability of economists to identify their real causes is not enough, any more than the attempt to build a specific macroeconomic analysis for crisis periods. the crises do not come from nowhere. They are the fruit of a long maturation whose keys are barely perceptible in calm periods, but do exist.

JEL Classification : E.

Mots clé : Chômage, Crise, Dépression, Inflation.

« Les idées incompatibles avec la manière dont l'économie réellement fonctionne affectent sa performance dans des directions qui produisent des résultats inattendus qui révèlent l'incompatibilité en question. Il est, alors, difficile de comprendre les événements économiques et, par suite, la véritable base empirique de la macroéconomie elle-même, sans comprendre aussi comment les idées qui ont aidé à les engendrer ont évolué » (Laidler [2009] p. 3). L'objet de cet article est de proposer une lecture de cette évolution, non sans montrer que les vieilles idées resurgissent sous de nouveaux atours, au point d'en cacher les lacunes et de rendre les crises, non seulement, difficiles à prévoir, mais même à imaginer. Vouloir incriminer la seule finance et l'incapacité des économistes d'en cerner les véritables arcanes pour les expliquer ne saurait suffire, pas plus d'ailleurs que ne le saurait la tentative d'avoir une macroéconomie des temps de crise différente de celle des temps calmes. Les crises ne viennent pas de nulle part. Elles sont le fruit d'une longue maturation dont les clés sont difficilement perceptibles par temps calme, mais existent bel et bien.

La relation ambiguë entretenue entrer les idées et les faits économiques tient à ce que le capitalisme industriel, qui commande la vie économique depuis plus de deux siècles, n'est pas et n'a jamais été un état stabilisé de la société obéissant à des règles ou des normes inchangées censées camper un modèle idéal. Aucune crise ne l'a détruit. Ses formes ont évolué à mesure que de nouveaux défis devaient être relevés. Les ruptures observées ont, à chaque fois, mis à rude épreuve les idées installées trop souvent ancrées dans l'illusion de l'optimalité ou simplement du bien-fondé des règles et comportements. Pis les vieilles idées, devenues des croyances irraisonnées sous des apparences de raisonnement scientifique, en étant appliquées sans discernement, ont pu mettre à mal l'économie elle-même.

Les différents épisodes, qui rythment l'évolution depuis presque un siècle, témoignent de cette réalité. Dans les années 1920, si les Etats-Unis connaissent une explosion de l'investissement et une croissance forte, les pays européens ne parviennent pas à solder les conséquences économiques de la Grande Guerre et de la paix. C'est, pourtant, aux Etats-Unis que l'euphorie va laisser la place à la Grande Dépression des années 30 qui a mis à mal la croyance en l'efficacité de l'économie de marché, alors que l'Union Soviétique semblait engranger les bénéfices de la planification centralisée. La crainte ou l'espoir s'est répandu de voir cette économie de marché disparaître pour laisser la place

à une économie administrée. Cette issue fatale n'est pas advenue. Une nouvelle économie de marché, régulée par l'Etat, est née de la crise et de la guerre qui l'a suivie. A la question posée par Keynes [1939] qui était de savoir « si nous étions prêts à quitter l'état de laisser-faire du XIXème siècle pour entrer dans une époque de socialisme libéral, c'est-à-dire dans un système nous permettant d'agir en tant que communauté organisée avec des buts communs, et disposés à promouvoir la justice sociale et économique tout en respectant et protégeant l'individu », la réponse est venue : positive. L'idée s'est imposée que le capitalisme pouvait bénéficier d'une croissance forte et régulière, mais à la condition que l'Etat intervienne pour en amortir les fluctuations et veiller à la cohésion sociale.

La croissance, forte et régulière, des années 1950 et 1960, a fini par laisser croire en la possibilité d'un réglage fin de la conjoncture par les moyens du budget autour d'une tendance longue largement inexpliquée. Cette croyance s'est brisée sur l'augmentation simultanée de l'inflation et du chômage dans les années 1970. L'idée, mise en pratique, qu'il suffisait de stimuler ou de freiner la demande pour tout résoudre n'a fait qu'aggraver les choses.

L'échec des tentatives de réglage conjoncturel en réponse à la crise des années 1970 et, en contrepoint, les performances réalisées, sur fond de révolution des idées, dans les années 1990 par les Etats-Unis, la Grande Bretagne ou l'Irlande ont suscité une nouvelle croyance : il suffirait de contrôler l'inflation par le moyen d'une politique monétaire entièrement dédiée à cet objectif et de procéder à une libéralisation des marchés pour retrouver une croissance un temps perturbée. De l'expérience des pays émergents il n'a été retenu que le choix judicieux de faire reposer la croissance sur l'exportation sans que l'on s'interroge sur les véritables ressorts d'une évolution souvent réduite à une simple phase de rattrapage des pays capitalistes développés.

La mondialisation est, alors, perçue comme une opportunité : celle de vaincre les réticences des bénéficiaires de rentes indues et d'imposer la mise en œuvre d'une nouvelle économie enfin débarrassée de toute intervention publique intempestive, qui suivrait le chemin d'une croissance forte et régulière, indiqué par des marchés financiers efficients.

La Grande Modération, invoquée à l'appui de la nouvelle doctrine, a, cependant, été de très courte durée. La crise la plus importante connue depuis la Grande Dépression est

venue y mettre un terme. Loin d'être un simple accident de l'histoire, elle pourrait bien être le point d'orgue d'enchaînements qu'il appartient à la théorie économique d'expliquer et à la politique économique de contrôler. Les idées développées après la Grande Dépression, mais souvent perverties ou tronquées, redeviennent d'actualité. Leur donner leur pleine dimension requiert de réexaminer les principes de base de la macroéconomie.

La Grande Dépression

La crise de 1929 et la Grande Dépression qui a suivi sont le fruit de déséquilibres qui ont été amplifiés par des décisions de politique économique tendues vers l'obtention ou la conservation d'une neutralité improbable du gouvernement. Des investissements très importants en volume et procurant des taux de rendements élevés jusqu'en 1928 ont cédé la place à une chute non moins importante attribuable à la réticence des prêteurs habitués à des taux de rendement trop élevés, relayée ensuite par celle des emprunteurs inquiets des conséquences de la baisse des prix. La volatilité des investissements a bien été au cœur de la crise. Un excès d'investissement s'est manifestement produit, rendu possible par des facilités excessives de financement – une abondance de capitaux fournis par les marchés financiers – conformément d'ailleurs au diagnostic de Hayek ([1931], [1933]). Mais, ce n'était sûrement pas en resserrant les conditions monétaires ou en réduisant la dépense publique qu'il était possible de revenir à l'équilibre de plein emploi. Les distorsions créées étaient irréversibles et il était illusoire de penser que, par le seul jeu des forces du marché, l'équilibre, un temps perdu, serait retrouvé. Pour autant, les mesures de soutien de l'activité qui ont permis d'enrayer la crise et même d'obtenir une certaine reprise n'ont jamais suffi à rétablir une croissance solide. Celle-ci n'est advenue qu'après la Deuxième Guerre mondiale. Sans doute parce que les déséquilibres accumulés étaient trop importants et parce que le secteur privé n'a pu rétablir son bilan que grâce aux dépenses militaires.

La macroéconomie pré-keynésienne, si tant est qu'elle ait existé, postulait un fonctionnement des marchés qui devait assurer un équilibre systématique entre offre et demande par le seul jeu des variations de prix, en particulier sur le marché des fonds prêtables auquel est réduit le marché financier. Suivant ce modèle, un excès d'épargne faisant suite à une chute de l'investissement devait être résorbé par une baisse du taux d'intérêt. Un excès de l'offre de travail devait être résorbé par une diminution du taux de

salaire. Il convenait, alors, d'éviter de perturber ce mécanisme d'ajustement par des réglementations inadéquates comme des indemnités chômage supposées devenir la cause du chômage. Le dérèglement est venu de la façon dont les déséquilibres entre investissement et épargne se sont dénoués. Keynes l'a identifiée en suivant une démarche inspirée de Wicksell, avec des variantes du *Traité sur la Monnaie* [1931] à la *Théorie Générale* [1936] (Leijonhuvud [1981 b]). L'idée générale est la suivante. Quand les profits anticipés chutent et avec eux l'investissement, il pourrait y avoir une baisse des taux d'intérêt consécutive à un excès de l'offre de fonds prêtables. Malheureusement, cette baisse ne se produit pas ou pas suffisamment. Soit que les gestionnaires de portefeuilles financiers anticipent une baisse des prix des titres et donc une hausse des taux d'intérêt, soit que la chute initiale du revenu entraîne une diminution de l'épargne des ménages. Le taux d'intérêt s'établit, alors, à un niveau supérieur à celui qui garantirait un équilibre de plein emploi. Ce sont bien les mécanismes de coordination entre épargne et investissement qui sont en cause et pas seulement ceux qui concernent l'offre et la demande de biens ou l'offre et la demande de travail.

Une fois l'économie ainsi tombée dans une situation de sous-emploi, la question est de savoir pourquoi il lui est difficile d'en sortir. C'est ce que Keynes [1936] s'est attaché. L'offre ne crée pas spontanément sa propre demande, contrairement à la loi édictée par Say. Pour autant, cela ne signifie pas qu'il y a une insuffisance structurelle de la demande, un défaut pathologique de débouchés. Plus prosaïquement, c'est d'un défaut de communication entre les agents économiques dont il s'agit. Ainsi, un excédent d'offre peut survenir sur le marché des biens en même temps qu'un excédent d'offre caractérise le marché du travail, sans qu'il soit possible qu'ils se résorbent spontanément. La raison en est que les travailleurs contraints sur le marché du travail ne peuvent pas communiquer la demande de biens qui permettrait de résorber l'excédent d'offre sur le marché des produits, quand les entreprises contraintes sur le marché des biens ne peuvent pas communiquer la demande de travail qui permettrait de résorber le chômage (Clower [1967]). Les demandes effectives ne coïncident pas avec les demandes notionnelles ou virtuelles que décrit un équilibre général des marchés à la Walras quand les prix sont instantanément établis à des niveaux où la demande est égale à l'offre (Leijonhufvud [1973]). Les revenus courants deviennent les variables clés qui commandent les comportements de demande.

Ce défaut de coordination entre offre et demande de biens finals est particulièrement important dans une économie en dépression quand la situation de bilan des agents économiques, en substance leur niveau de dette, aggrave la difficulté de communiquer une demande solvable, le désendettement primant tout le reste. Les excédents d'offre deviennent très élevés et s'amplifient cumulativement. L'économie sort, alors, de ce corridor de stabilité dans les limites duquel les forces de rappel du marché jouent. La valeur du multiplicateur devient très élevée. C'est dans ce cas d'espèce que la dépense publique, quelle qu'en soit la nature, est efficace. Elle est le seul moyen de rétablir la communication entre entreprises et ménages. Les revenus distribués aux ménages par ce canal réamorcent la pompe en créant un signal en direction d'entreprises disposant de capacités de production inutilisées. En revanche, la politique monétaire est inefficace à assurer la reprise de l'activité car l'économie est piégée dans une trappe à liquidités. Enfin, la rigidité à la baisse des prix et salaires, loin de constituer la cause de la crise, est le moyen d'éviter qu'elle ne s'approfondisse du fait de l'alourdissement du poids des dettes.

Le modèle conçu par Hicks [1937], qui allait devenir le modèle IS-LM, présenté comme le modèle de la *Théorie Générale* de Keynes et avalisé par celui-ci, décrit effectivement cette situation de l'économie. Hicks (ibid. p.138) n'a-t-il pas écrit que la *Théorie Générale* décrivait une économie en état de dépression ! Dans ce modèle, les prix sont fixes et il n'y a pas place, de ce fait, pour un marché du travail. Non pas parce que cette rigidité serait une cause du chômage, mais, au contraire, parce qu'il s'agit de la condition pour éviter qu'il ne s'amplifie. Ce sont une dégradation des anticipations de profit des entrepreneurs et une préférence accrue pour la liquidité qui font baisser le revenu global et l'emploi. La diminution du taux d'intérêt induite par la baisse de l'investissement est contrariée par sa hausse induite par l'augmentation de la demande de monnaie. L'équilibre ainsi atteint, signifiant que le marché des biens est soldé (les anticipations de court terme sont parfaites) est un équilibre avec chômage involontaire qui ne peut être corrigé que par les moyens d'un accroissement de la dépense publique.

Si la fixité des prix et des salaires rend sans objet la représentation d'un marché du travail, leur variabilité en rétablit la nécessité. Pour autant, il ne s'agit pas du marché du travail classique où offre et demande de travail dépendent des salaires réels. Ce marché ne fonctionne pas indépendamment des événements qui affectent le marché financier et

la formation du taux d'intérêt. Le maintien du taux d'intérêt à un niveau trop élevé affecte négativement la demande de travail et le niveau d'emploi. Un chômage involontaire (qui ne peut pas être réduit par une baisse du salaire) apparaît (Dos Santos Ferreira [2013]).

Face au défi ainsi lancé, l'intervention de l'Etat est apparue comme le complément indispensable du marché dans la fonction de *coordination* de l'activité économique et, donc, de création de richesses. Non pas que l'Etat soit omniscient, mais en raison du rôle qu'il peut jouer en régulant la demande globale, en lissant des fluctuations qui prennent naissance dans la sphère privée. Il s'agit, en l'occurrence, pour l'Etat de faire en sorte qu'un signal de demande soit envoyé aux producteurs, via par exemple le versement d'indemnités chômage, afin que soit restaurée la communication entre les deux côtés du marché.

La puissance publique ne se substitue pas au marché : elle l'aide à mieux fonctionner. Sa mission n'est pas uniquement mue par des préoccupations sociales ; elle l'est aussi par des motifs d'efficacité économique. Il est, ainsi, tout aussi absurde de penser qu'un laisser-faire intégral est susceptible d'assurer croissance et bien-être que de penser que le même objectif pourrait être atteint par un planificateur central. Keynes, en l'occurrence, se refuse à avoir une lecture morale de l'économie, pour s'en tenir à une approche avant tout technique. Il s'agit, face au défi de la Grande Dépression, de réparer le moteur, pas de remplacer le véhicule. Il s'agit de préserver l'économie de marché sans pour autant croire que le laisser-faire est la clé de son efficacité.

Le défaut du modèle IS-LM est qu'il ne retient que des variables de flux et fait l'impasse sur le rôle des variables de stock, lesquelles affectent pourtant de manière substantielle le déroulement des événements. L'entrée en crise comme la sortie de crise restent largement inexpliquées. Certes, le mécanisme de déflation de la dette au cœur de la généralisation de la crise, est bien perçu quoique non intégré dans les modèles. Mais la fonction des stocks monétaires et financiers, tant pour amortir la crise que pour la déclencher ou retarder la reprise n'est pas retenue. Elle ne sera évoquée que beaucoup plus tard dans le cadre d'une critique radicale du modèle IS-LM (Leijonhufvud [1973]).

La croissance inexpliquée

Après la Deuxième Guerre mondiale les économies européennes ne sont plus des économies en dépression quand il importait de rendre solvable la demande pour réduire

l'excédent de capacité, quand il semblait suffisant de distribuer du pouvoir d'achat pour réamorcer la pompe. Elles doivent reconstruire une capacité de production, alors que la demande solvable est potentiellement excédentaire. Il n'est plus question de faire se rencontrer dans l'instant une demande avec une offre. Il est question de construire une capacité qui permette que l'offre soit demain en cohérence avec la demande, alors que la demande courante excède l'offre courante (Hicks[1947]).

Concrètement, ces économies enregistrent une augmentation de l'offre de travail disponible qui fait suite au retour à la vie civile de nombre de citoyens, mais qui reste affectée par les pertes en vies humaines des deux guerres mondiales. Leur capacité de production reste en deçà de son niveau normal. La production courante de biens de consommation est largement insuffisante pour faire face à la demande domestique et l'accroissement de la force de travail est de peu d'effet immédiat sur ce montant faute de capacités inutilisées. La consommation est limitée par le maintien du rationnement, la taxation ou la hausse des prix. Il faut, avant tout, reconstituer le potentiel de production à commencer par la production de biens intermédiaires et de biens d'équipement. L'offre de travail doit être mobilisée pour construire la capacité de production future. Il s'ensuit une distribution de pouvoir d'achat sans contrepartie immédiate en termes de biens de consommation disponibles. Dans cette circonstance, une politique monétaire restrictive – une hausse du taux d'intérêt – pour combattre l'inflation est à proscrire dès lors qu'elle affecte l'investissement. L'importation de biens de consommation est un moyen d'atténuer la hausse des prix et d'éviter une spirale de hausse des prix et des salaires alors que l'exportation de biens de consommation aggraverait les tensions. Autrement dit, des tensions inflationnistes modérées et un déficit extérieur facilitent la transition. C'est ce qui s'est effectivement produit. Les erreurs de politique économique commises après la Première Guerre mondiale, imputables à la doctrine économique en vigueur mais aussi aux dispositions des Traités de paix, n'ont pas été répétées. La restauration d'un marché libre a été progressive et a attendu que les pénuries aient pu être surmontées. Ainsi, la reconstruction et la croissance d'après-guerre doivent beaucoup à la capacité de mobiliser les ressources humaines et financières nécessaires pour faire face aux besoins d'investissement créateurs d'inévitables tensions sur les prix et sur la balance commerciale. Cette capacité a été le résultat de politiques en faveur de l'immigration (en provenance d'Afrique ou de l'Est européen) et de politiques de facilité monétaire dont le plan Marshall a été l'expression initiale. Ce dernier, en particulier, a

permis aux économies européennes d'importer les matières premières et les machines dont elles avaient besoin, atténuant ainsi les tensions inflationnistes dans la mesure où le temps pour construire la nouvelle offre s'en est trouvé réduit. Cette stratégie économique est difficilement réductible au seul soutien conjoncturel de la demande. C'est une stratégie de l'offre qui retient, implicitement, l'idée que la production prend du temps. L'analyse n'en a jamais vraiment été faite. Le modèle de référence (Solow [1956]), non seulement, ne cherche pas à expliquer les sources de la croissance que sont le taux de croissance de la population et celui de la productivité, mais surtout, il fixe des conditions de convergence vers ces taux de croissance qui sont les conditions de pleine concurrence, ne correspondant en rien à la réalité de la période faite de frictions et de rigidités.

Le succès n'aurait pas été au rendez-vous si une relative cohésion des relations économiques internationales n'avait pas été obtenu grâce à la mise en œuvre des accords de Bretton Woods. Le véritable objectif de ces accords était de concilier un pouvoir domestique de régulation macroéconomique fondé sur l'existence de stabilisateurs internes et la recherche de la justice sociale avec une nécessaire discipline internationale susceptible de garantir une libéralisation progressive du commerce, source de croissance (Rodrik [2011]). Il a été atteint, certes dans le cercle restreint des pays occidentaux et du Japon, parce que l'on s'est donné les moyens de maîtriser les déséquilibres internationaux nés des changements structurels et des écarts entre pays, à savoir un régime de changes fixes et un contrôle des mouvements internationaux de capitaux. Frictions et rigidités, qui ont favorisé les adaptations nécessaires, ont été la marque de fabrique de ce nouvel ordre, loin, là encore, des conditions de pleine concurrence.

L'illusion du réglage fin de la conjoncture

Ce n'est que dans le courant des années 1960, dans un environnement de croissance stable, que l'idée qu'un réglage fin de la conjoncture est possible va s'imposer. Il s'agit pour les gouvernements d'arbitrer au plus près entre le taux d'inflation et le taux de chômage en usant de l'arme budgétaire pour relancer ou, au contraire, ralentir l'activité globale, mais en restant toujours dans un intervalle restreint de variation de ces deux taux comme si aucun choc ne pouvait plus jamais plus heurter l'économie. Le modèle de référence reste le modèle IS-LM, devenu modèle de la synthèse néo-classique dans

lequel, d'une part, l'état des anticipations de profit et l'état de la préférence pour la liquidité sont inchangés, d'autre part, le taux d'inflation devient une variable déterminée par le taux de chômage via le taux de variation des salaires qui réagit aux déséquilibres sur le marché du travail (Samuelson et Solow 1960]). Ce dernier est ainsi réintroduit sous une forme classique. La politique monétaire continue d'être jugée de peu d'efficacité, par les keynésiens de stricte obédience, non pas que l 'économie soit maintenue dans une trappe à liquidité comme en période de dépression, mais parce que l'investissement privé est réputé peu sensible à un taux d'intérêt essentiellement déterminé par le niveau de préférence pour la liquidité, d'ailleurs devenu faible.

Une controverse voit, cependant, le jour. Elle concerne l'efficacité respective de la politique monétaire et de la politique budgétaire. Pour les monétaristes, l'accroissement des dépenses publiques entraîne une hausse du taux d'intérêt qui aboutit à une éviction de l'investissement privé. C'est pourquoi ils lui préfèrent un accroissement de l'offre de monnaie qui entraîne une baisse du taux d'intérêt et une hausse de l'investissement privé. Le cadre analytique n'est pas mis en cause. La perspective reste celle d'un réglage fin de la conjoncture. Seules sont débattues les valeurs respectives des élasticités intérêt de l'investissement et de la demande de monnaie. Pour les monétaristes, l'investissement est très sensible et la demande de monnaie peu sensible aux variations du taux d'intérêt, alors que c'est l'inverse pour les keynésiens. Pointe, toutefois, la discussion sur le rôle de l'Etat et son rapport au marché quand il est question de l'effet d'éviction.

La politique d'inspiration keynésienne, issue de la synthèse néo-classique, au total plutôt rudimentaire, est loin de pouvoir expliquer la croissance forte et régulière des années 1950 et 1960. La raison qui l'emporte a ceci de curieux qu'elle dissocie le court terme fait de contrôle de la demande par la puissance publique d'un long terme uniquement structuré par des données technologiques ou démographiques, dont le déroulé harmonieux serait subordonné à un état de pleine concurrence. Les économistes, qui appartiennent au courant alors dominant, développent des idées keynésiennes à court terme, mais néo-classiques à long terme. Cette forme d'illogisme va se heurter à la réalité.

L'irruption de l'inflation

L'augmentation simultanée de l'inflation et du chômage ou stagflation, phénomène inédit qui a frappé des économies développées au cours des années 1970, remet, en effet, en cause une théorie comme une politique économique, désormais trop influencées par la croyance en une stabilité définitivement acquise procédant de ce réglage fin de l'état de la demande. La courbe de Phillips, qui postule l'existence d'une relation inverse entre taux de chômage et taux d'inflation, devient instable : inflation et chômage augmentent simultanément, alors que semblait être maîtrisé, jusque là, un arbitrage entre les deux. Ce phénomène a conduit à un retournement de la doctrine économique.

Sous l'impulsion des travaux de Phelps [1967] et de Friedman [1968], l'idée va prévaloir que l'inflation et le chômage sont indépendants l'une de l'autre. La hausse du taux d'inflation serait avant tout le résultat de la révision des anticipations inflationnistes. Le taux de chômage ne pourrait pas dévier durablement d'un niveau naturel d'autant plus élevé que les pouvoirs de marché des producteurs et des travailleurs seraient plus forts. Toute tentative d'imposer un taux de chômage plus faible que ce taux naturel ne pourrait que susciter des tensions inflationnistes rapidement incontrôlables du fait du jeu des anticipations. Ces bases théoriques établissent déjà que seules des réformes structurelles tendant à rendre le marché du travail plus fluide ou les marchés de produits plus concurrentiels pourraient permettre de réduire durablement ce taux de chômage d'équilibre.

Une histoire raisonnée du déroulement des faits économiques donne, cependant, un autre aperçu de la nature des difficultés. La rupture effectivement enregistrée dans la formation des anticipations tient à la hausse des prix des matières premières observée au début des années 1970 qui est le résultat direct des tensions créées par un taux de croissance très fort, lui-même induit par un choc monétaire et budgétaire parti des Etats-Unis pour des raisons avant tout politiques. C'est une innovation au sens de Schumpeter – en fait une accélération de la croissance – qui va engendrer des difficultés globales mais aussi structurelles. Les ressources primaires disponibles, et notamment les ressources en énergie, deviennent un facteur limitatif. Le taux de croissance compatible avec la stabilité des prix devient plus faible (Hicks [1977]). Mais surtout une réorganisation des processus de production de grande ampleur devient nécessaire pour

répondre à l'augmentation du prix des matières premières, singulièrement dans le secteur manufacturier. Ce choc structurel est d'autant plus fort que s'opère une redistribution de la richesse à l'échelle mondiale qui va exiger une nouvelle gestion des flux financiers internationaux, ce que l'on a nommé le recyclage des pétrodollars.

Il s'ensuit une amplification et une dispersion accrue des déséquilibres sectoriels, c'est-à-dire des excédents d'offre dans les 'anciens' secteurs et des excédents de demande dans les 'nouveaux' secteurs qui vont s'accroissant. Une autre analyse de la stagflation est, alors, initiée par Tobin [1972] et Fitoussi [1973]. Il observe que les entreprises des secteurs en expansion, ne pouvant augmenter les quantités faute d'une capacité disponible, vont plutôt augmenter les prix, quand les entreprises des secteurs en déclin vont, à l'opposé, maintenir salaires et prix stables et réduire le taux d'utilisation de leur capacité. Il résulte, alors, d'une dispersion accrue des demandes excédentaires nettes une hausse simultanée de l'inflation et du chômage. Le phénomène de stagflation ne répond pas uniquement ici à un changement des anticipations, mais reflète l'existence d'un changement structurel. L'idée qu'il existerait un taux de chômage d'équilibre dans le sens donné à ce concept par Phelps ou Friedman n'a ici aucun sens. Le taux de chômage qui n'accélère pas l'inflation n'a aucune raison d'être naturel ou optimal. Son niveau et sa dynamique dépendent de la distribution stochastique des déséquilibres sur les micro marchés plutôt que d'offres et de demandes issues d'un comportement de maximisation de l'utilité d'un consommateur représentatif (Tobin [1995] p. 40).

Ni un soutien de la demande salariale pour maintenir l'emploi, ni une politique monétaire et budgétaire restrictive pour réduire l'inflation, ne pouvaient être les réponses requises. L'économie ne faisait face ni à une insuffisance de demande globale, ni à un excès de cette même demande, mais à une hétérogénéité croissante des demandes excédentaires nettes des différents secteurs. Ni le keynésianisme standard ni le monétarisme ne pouvaient offrir de solution.

La théorie des équilibres à prix fixes, au succès académique éphémère (Barro et Grossman [1971], [1976], Benassy [1975]), ne le pouvait pas davantage. Loin de considérer l'hétérogénéité des situations de marché, elle décrit des états globaux alternatifs sur la base de la configuration des prix, en opposant un état de chômage classique associé à une demande globale de biens excédentaire à un chômage keynésien associé à une offre globale excédentaire. Le premier de ces états est caractérisé par un

taux de salaire nominal relativement élevé par rapport au niveau général des prix, alors que c'est l'inverse pour le second. Plus ou moins explicitement, la situation des années 1970 est présentée comme relevant de l'état de chômage classique, signifiant que la vraie cause du phénomène est une insuffisance profitabilité des entreprises qui empêche d'embaucher et non une insuffisance de demande. C'est, en outre, la fixité présumée des prix qui explique l'impossibilité de converger vers les prix assurant un équilibre général des marchés. La flexibilité des prix apparaît, ainsi, en filigrane comme la solution, alors que le problème vient de ce que les prix varient, mais ne vont pas dans la bonne direction. C'est, alors, le maintien des salaires réels en présence d'une chute exogène des gains de productivité qui devient la cause de l'irruption d'un chômage classique (Malinvaud [1977]).

Cette position doctrinale est largement partagée. La chute du taux de croissance de la productivité est considérée comme une donnée globale à laquelle l'économie doit se rendre. Il aurait mieux valu, cependant, s'interroger sur la défaillance de l'économie à capter les gains potentiels de productivité contenus dans les nouvelles technologies requises pour faire face à la nouvelle donne des marchés, y compris les marchés de matières premières. De fait, le taux de croissance compatible avec la stabilité des prix a diminué, non pas en raison d'un choc négatif de productivité, mais sous l'effet de la hausse du prix des matières premières, elle-même induite par un taux de croissance temporairement très élevé. C'était accepter la défaite que de s'en tenir des mesures visant soit à réduire les salaires réels soit à absorber le travail redondant (en réduisant le taux d'activité) sans augmenter le produit et en dissimulant le chômage (Hicks [1977] p. 107).

Quoi qu'il en soit de ce débat, les économies développées ont dû se résoudre à éradiquer une inflation devenue excessive au moyen d'une politique monétaire particulièrement restrictive. Aux Etats-Unis, ce fut une politique éclair au début des années 1980 rapidement relayée par une politique budgétaire de baisse des impôts et de hausse des dépenses, génératrice de déficits budgétaires, mais, en dépit des apparences, fort peu conforme à l'économie de Keynes. En France, ce fut une politique qualifiée de désinflation compétitive qui s'est davantage étendue dans le temps et a durablement affaibli la croissance au détriment de l'emploi, du fait de taux d'intérêt réels durablement élevés. Le chômage a été plus ou moins bien endigué au moyen de

politiques visant à réduire l'offre de travail au moyen de mises en retraite anticipées, de réduction de la durée du travail et d'abaissement des charges salariales sur les emplois non qualifiés, sans doute au détriment de l'amélioration des gains de productivité (Askenazy [2011]).

L'idéologie de la Grande Modération

L'inflation forte et persistante des années 1970 a laissé des traces. Elle a modifié les comportements socio-économiques en donnant plus de poids à des fonctions qu'elle rendait essentielles, à commencer par les fonctions financières. Mais cette dimension socio-économique aux conséquences organisationnelles a été occultée dans la littérature au bénéfice d'une nouvelle façon de concevoir la macroéconomie, désormais tout entière consacrée à expliquer l'inflation par des anticipations inflationnistes suscitées par de mauvaises politiques économiques, réintroduisant par là même une forme de dichotomie entre un secteur réel et un secteur monétaire et faisant *de facto* passer au second plan la question du chômage.

La particularité de la nouvelle macroéconomie, qui est censée en assurer la scientificité, est qu'elle repose sur des fondements microéconomiques réputés robustes. En l'occurrence, l'économie serait guidée par le comportement d'optimisation d'un consommateur représentatif à qui est reconnue une capacité cognitive extraordinaire : il connaît la manière dont l'économie fonctionne, ses anticipations sont rationnelles. Economistes de la nouvelle école classique comme de la nouvelle école keynésienne ont acquis en partage cette représentation de l'économie impliquant que les conditions économiques futures, rationnellement anticipées, commanderaient de manière univoque les choix effectués à court terme. Il n'y aurait alors qu'à identifier la variété et la spécificité des informations disponibles pour concevoir les mécanismes institutionnels appropriés. La théorie économique est réduite à une théorie des *choix individuels*. Les questions de coordination en sont bannies, si ce n'est pour énoncer la possibilité pour les agents de se coordonner sur de mauvais équilibres (Cooper et John [1988]).

Cette nouvelle macroéconomie relève de l'analyse du moyen et long terme dans la mesure où elle repose sur l'identification d'un attracteur de l'économie dont on pense qu'il est impossible de s'en écarter durablement. Cet attracteur, symbolisé par le taux de

chômage naturel, est caractérisé par les propriétés prêtées aux technologies, aux préférences individuelles (et collectives) ainsi qu'aux formes de marché.

La représentation élémentaire du fonctionnement de l'économie conserve la structure du modèle IS-LM, désormais assorti d'une nouvelle formalisation du marché du travail, dite WS-PS, qui prend la forme de deux nouvelles relations, l'une déterminant les prix, l'autre les salaires (Layard, Nickell et Jackman [1991]). Le niveau des prix est déterminé par le taux de salaire nominal affecté d'un facteur de marge qui reflète les imperfections du marché des biens. Le taux de salaire dépend négativement du taux de chômage, mais positivement des rigidités propres au marché du travail, qui renforcent le pouvoir de négociation des salariés, et du niveau de prix anticipé. A l'équilibre, le niveau de prix courant est égal au niveau anticipé, le taux de chômage qui prévaut est le taux de chômage naturel. Ce chômage ne peut être qu'un chômage volontaire au sens de Keynes (Dos Santos Ferreira [2013]). L'augmentation du taux de marge du fait d'un pouvoir de marché accru des entreprises et une rigidité accrue sur le marché du travail du fait d'un pouvoir accru des salariés se traduisent, l'une comme l'autre, par une hausse de ce taux de chômage naturel.

Toute tentative de s'écarter du taux de chômage naturel et du niveau naturel du produit, c'est-à-dire de l'équilibre, est vouée à l'échec. Ainsi, une politique monétaire expansionniste peut entraîner une relance de l'activité, mais la hausse des prix entraîne une révision des anticipations susceptible de provoquer une hausse des salaires nominaux et finalement une diminution de l'activité en réduisant le montant de l'offre, tant que l'économie n'est pas revenue au niveau de son produit naturel. Le résultat à moyen terme se résume à une hausse du niveau de prix. De même, une réduction du déficit budgétaire peut entraîner une chute de l'activité, mais la baisse des prix entraîne une révision des anticipations susceptible de provoquer une baisse des salaires nominaux et finalement une augmentation de l'activité en augmentant l'offre tant que l'économie n'est pas revenue à son niveau naturel. En bref, il est possible de rétablir l'équilibre des comptes publics sans effet négatif durable sur le niveau d'activité.

Cette représentation est l'expression élémentaire des thèses défendues par la nouvelle économie classique dont l'ambition est de faire de l'inflation la seule question à laquelle doit répondre la politique économique en regard de cycles d'affaires présumés être des phénomènes d'équilibre (Lucas [1972], [1975], [1977]). L'objectif affirmé dès l'abord est

de montrer que des perturbations monétaires entraînent des fluctuations temporaires du produit réel sans qu'il soit besoin de faire état de rigidités ou d'anticipations non rationnelles qui caractérisent les modèles keynésiens. En fait, dans un monde essentiellement walrasien, les comportements des agents économiques devraient seulement répondre aux prix relatifs et être invariants vis-à-vis de chocs nominaux. Ce ne sera pas le cas quand ces mêmes agents (entreprises ou salariés) sont surpris et interprètent une augmentation de prix (salaire) comme une augmentation de leur prix (salaire) relatif les conduisant à offrir plus. Une telle erreur témoigne de la difficulté d'extraire le bon signal. Elle est forcément de courte durée. Une fois qu'elle est identifiée, produit et emploi reviennent à leur niveau naturel d'équilibre. En bref, les fluctuations sont dues aux perturbations monétaires. L'inflation reste un phénomène purement monétaire puisqu'aucun déséquilibre de marché n'est possible.

Il est, alors, facile de comprendre que, pour éviter toute surprise, il convient d'adopter une règle stricte en matière monétaire qui ne peut relever que des prérogatives d'une Banque centrale devenue indépendante, dont le comportement est réduit à l'application stricte de la règle en question. Ne pouvant, en aucun cas, manipuler les variables réelles, cette Banque centrale ne peut avoir pour objectif que la stabilité des prix. La gestion d'un tel objectif, en théorie politiquement neutre, devient une affaire de techniciens mieux à même d'effectuer la tâche confiée que des politiciens. Quant à la stabilité financière, elle sort du champ d'action de cette Banque centrale, pour être confiée à des marchés réputés efficients.

Le peu de crédibilité de l'explication monétaire des fluctuations conduit à formuler la théorie dite des cycles réels qui les attribue à des chocs stochastiques de productivité exogènes, mais anticipés par les consommateurs qui y adaptent leur offre de travail (Kydland et Prescott [1982]. Pour autant, la seule politique économique admissible reste une politique monétaire exclusivement dédiée à maintenir le niveau général des prix stable, les cycles décrits correspondant à tout moment à une utilité maximale pour le consommateur de référence. La théorie formulée par la nouvelle économie keynésienne maintient ce principe de cycles réels d'équilibre, mais en ajoutant que les prix sont rigides en raison de comportements présumés rationnels des entrepreneurs et connus des consommateurs. Les prescriptions de politique économique ne s'en trouvent pas davantage modifiées (Woodford [2003]). Ainsi, en cas de choc de productivité positif, les

coûts unitaires baissent, mais les prix baissent moins qu'ils ne devraient, en raison de coûts d'ajustement, et par suite les quantités produites augmentent moins qu'elles ne le devraient. Les consommateurs, anticipant que les prix futurs seront relativement plus élevés par rapport aux prix courants, diminuent leur consommation future et augmente leur consommation présente. Il en résulte une hausse du taux d'inflation courant qui réagit au taux d'inflation futur anticipé (et non plus aux erreurs d'anticipation du taux d'inflation courant) et la formation d'un écart de la production future par rapport à son potentiel. La solution est, alors, pour la Banque centrale d'augmenter le taux d'intérêt pour rétablir le profil optimal de la consommation. Elle le fait logiquement si elle a pour mission de contrôler l'inflation et plus encore les anticipations inflationnistes. Qu'elle détecte de telles anticipations et elle devra augmenter son taux d'intérêt. Comme on peut le voir, le présent est ici déterminé par un *futur rationnellement anticipé dans un monde présumé ordonné*.

Règles et institutions optimales sont ici conçues pour pallier les défaillances du marché, mais aussi celles de l'Etat. Ce dernier est assimilé à une collection d'individus poursuivant un intérêt personnel et finalement peu soucieux de l'intérêt général. L'une des prescriptions vise alors à constituer des autorités administratives indépendantes, à commencer par la Banque centrale, chargées de surveiller et de réguler certains marchés, et dont l'existence est justifiée par la nécessité d'échapper aux dérives de comportement d'un gouvernement ou de ses agents soumis à la pression de groupes d'intérêts ou des électeurs. Ces autorités sont censées remplir correctement la fonction régulatrice parce que leurs responsables sont choisis en raison de leurs compétences, ne sont pas soumis au bon vouloir des électeurs et appliquent des règles fixes présumées efficaces. Pour faire éventuellement pièce aux réticences nationales, la mondialisation devient l'arme stratégique qui permet de substituer des règles intangibles appliquées par tous aux choix discrétionnaires des Etats.

L'analyse de l'économie de marché ainsi élaborée ne consiste plus à identifier *les mécanismes d'interaction sociale au cœur de l'échange et de la création de richesses*, mais à approfondir la compréhension *des mécanismes de choix individuels en fonction de l'information détenue.* Il n'est pas étonnant, dans ces conditions, de voir disparaître la spécificité de l'analyse des économies globales – la macroéconomie – réduite à ne considérer que les incitations des individus d'ailleurs ramenés au consommateur

représentatif dont le comportement n'est dicté que par le futur rationnellement anticipé. Il n'est pas étonnant de voir disparaître toute compréhension des crises majeures réduites à des accidents aux effets temporaires et toute véritable distinction entre l'économie du monde et celle des pays qui le composent.

Le long terme est tout entier structuré par les propriétés des technologies et des préférences ainsi que par celle des institutions qui les commandent : il ne doit rien à des événements du court terme réduits aux aléas de la demande. Les efforts de régulation de la demande ne peuvent être qu'inefficaces ou pervers. L'économie est gouvernée par un futur mythique, structuré par les seules caractéristiques de l'offre.

En dépit de la complexité reconnue de l'environnement économique, les prescriptions de politique économique sont extraordinairement simples. Il suffirait à chaque gouvernement de créer les conditions d'une lutte délibérée et permanente contre toute tension inflationniste (en fait de contrarier systématiquement les anticipations inflationnistes) pour que l'économie suive le meilleur sentier possible, pourvu, naturellement, que le fonctionnement des marchés ne soit soumis à aucune entrave.

Dans cette affaire, la perception du futur par les différents acteurs joue un rôle déterminant, sans que le passé n'ait de véritable influence sur le chemin suivi. C'est elle qui donne ou pas confiance à ces mêmes acteurs. Elle repose sur la croyance dans un certain modèle de l'économie, précisément celui dans lequel tout est pour le mieux dans le meilleur des mondes quand le gouvernement est vertueux, entendez par là reste neutre budgétairement et monétairement. La raison habiterait les marchés et pas les gouvernements livrés à eux-mêmes. Le paradoxe veut que cette confiance dans le futur anticipé ne soit rien d'autre qu'une histoire totalement prédéterminée (Frydman et Goldberg [2011])

L'autre paradoxe tient à ce que le monde, ainsi représenté, est cloisonné. Il appartient à chaque gouvernement de suivre les prescriptions issues de cette théorie économique pour que l'économie du pays qu'il dirige suive un sentier optimal. Ceux des gouvernements qui s'en écarteraient seraient immanquablement sanctionnés par des marchés financiers présumés efficients. Ils en paieraient le prix en termes de chômage et d'inflation sans que cela ait de répercussions véritables sur la performance des autres à moins que ces derniers ne viennent à leur secours en abandonnant les règles de bonne gestion.

La dichotomie improbable

Dans le même temps où s'établissait la nouvelle doctrine, et alors que les Etats-Unis renouaient avec la croissance sans d'ailleurs l'appliquer strictement, des crises financières ont secoué différents pays sud-américains et asiatiques. Elles constituaient un signe prémonitoire du danger de vouloir plier la réalité à la croyance en un long terme immunisé de tout effet des perturbations immédiates (Krugman [1999]).

Les conditions dans lesquelles ces crises sont survenues sont un véritable désaveu du consensus de Washington, appellation convenue de la nouvelle doctrine quand il a été question de l'appliquer aux pays pauvres pour les aider à émerger et à trouver, à leur tour, le chemin de la croissance. Les restrictions macroéconomiques imposées pour résoudre les difficultés du moment, loin d'apparaître comme le complément naturel des réformes de structure et d'en garantir le résultat, ont affecté, de manière récurrente, les performances de long terme des économies concernées.

Le cas de l'Argentine est particulièrement significatif de cette réalité (Heymann [2008]). Cette économie a été marquée par des ruptures structurelles et des changements de politique économique, aussi fréquents qu'importants, qui ne pouvaient que prédisposer les agents économiques à varier dans leurs perceptions au point d'alimenter de fortes fluctuations de l'activité. Après l'épisode d'hyperinflation de la fin des années 1980, l'exigence s'est faite jour de stabiliser les anticipations de prix et d'y parvenir en imposant des règles monétaires strictes au lieu de jouer de comportements discrétionnaires. L'établissement d'un nouveau système monétaire principalement axé sur la dollarisation, i.e. la convertibilité fixe du peso en dollar prenant la forme de caisse d'émission, est devenu l'un des piliers de la nouvelle politique économique auquel se sont ajoutées la privatisation des entreprises publiques et la libéralisation du commerce extérieur, faisant de l'Argentine un élève modèle pour les tenants du nouveau consensus. De fait, à partir de 1991, l'inflation a ralenti, l'offre de crédit domestique et les flux d'entrée de capitaux étrangers ont augmenté. Assez rapidement la consommation et l'investissement domestiques se sont accrus. Pourtant ce sentier s'est rapidement avéré instable. Le déficit croissant de la balance commerciale était équilibré par des entrées de capitaux, mais ces derniers étaient très volatiles. Certes, l'économie a pu se relever assez vite du choc sur la demande induit par la hausse des taux d'intérêt américains et par la dévaluation du peso mexicain en 1994, ce qui a été interprété

comme un test de la résilience de la nouvelle politique économique. Mais elle a rechuté dans les mêmes conditions quand est survenue en 1999 la dévaluation du real brésilien et une nouvelle hausse des taux d'intérêt.

L'Argentine est ainsi allée de crise en crise, se trouvant dans l'incapacité de rester durablement dans les limites d'un corridor de stabilité. Les réformes structurelles n'y ont, au minimum, rien changé. Les doutes récurrents sur la solvabilité des débiteurs et l'état futur de l'économie ont entrainé à plusieurs reprises des sorties de capitaux, une contraction du crédit domestique, une interruption des relations d'échange et une chute des dépenses. Les sauvetages effectués ont, certes, permis, à chaque fois, la reprise, mais au prix de sévères restrictions qui n'ont fait que rendre l'économie potentiellement plus instable. Les crises successives ont laissé des traces durables qui expliquent leur récurrence.

Sans aucun doute, des choix discrétionnaires de politique économique sans limites conduisent à satisfaire des intérêts particuliers à court terme et sont très volatiles car ils répondent aux pressions de groupes divers aux intérêts opposés. Mais des régimes politiques basés sur des règles rigides provoquent des ruptures quand les engagements pris deviennent insoutenables. L'Argentine offre des exemples de ces deux impasses (Heymann [2008]). Les événements qui ont caractérisé le sentier qu'elle a suivi sont peu conformes à l'attente des économistes de la nouvelle économie classique.

Le retour de l'économie de la dépression

Après la période d'euphorie retrouvée des années 1990 dans les pays anglo-saxons, venant conforter la nouvelle orthodoxie, les économies capitalistes de marché présentent, de nouveau, tous les signes d'une forte instabilité. L'économie de la dépression est de retour (Krugman [1999], [2009]). La crise économique et financière démarrée en 2007, loin de constituer un événement singulier, est le point d'orgue d'enchaînements qui témoignent de l'instabilité née de la gestion de changements structurels profonds, en l'occurrence l'irruption de nouvelles technologies génériques et l'ouverture au marché des pays de l'ancien bloc communiste.

Aux Etats-Unis, épicentre de cette crise, au cours des années 1990, l'envolée des cours boursiers des valeurs technologiques a, certes, traduit les gains substantiels de productivité obtenus grâce à l'exploitation des nouvelles technologies. Mais elle s'est conclut avec l'éclatement de la bulle internet en 2001 qui a révélé un excès

d'investissement assez comparable à celui observé dans la période qui précède la crise de 1929. Cet enchaînement est typique de ce dont il est question dans la macroéconomie monétaire d'inspiration autrichienne (Hayek [1933]) : un taux d'intérêt trop bas conduit à un désalignement entre les plans de consommation future des ménages et les plans d'investissement des firmes pour les satisfaire. Ce désalignement peut être interprété comme le résultat d'une épargne forcée (Laidler [2009] p. 18)

La différence avec la crise de 1929 a tenu à ce que les autorités monétaires ont réagi en baissant le taux d'intérêt et en augmentant les liquidités disponibles. Les enchaînements observés dans les années 1930 ne se sont pas reproduits. Cependant, les faibles taux d'intérêt qui ont prévalu après le krach des valeurs technologiques ont entraîné les institutions financières à rechercher des rendements élevés dans une activité de transformation de maturité impliquant un endettement de plus en plus élevé des ménages. L'excès de consommation basé sur cet endettement est venu relayer l'excès d'investissement. Les tensions inflationnistes, qui auraient pu en résulter, ont été très largement contrecarrées par le recours aux importations de biens de consommation en provenance des pays émergents : le déficit croissant du commerce extérieur s'est substitué à l'inflation intérieure.

Si la politique monétaire a effectivement traqué l'inflation, le développement de la finance de marché et la forte hausse de la capitalisation boursière ont fourni les ressources financières requises par l'innovation. En d'autres termes, les moyens financiers de répondre à la hausse du coût de l'investissement ont été au rendez-vous. Dans le même temps, une répartition des revenus de plus en plus inégalitaire a fait que les ménages les moins riches ont eu recours à l'endettement pour financer leurs achats tandis que les ménages les plus riches utilisaient leur excédent de revenu à acheter des actifs financiers ou immobiliers, alimentant la hausse de leurs prix. L'absence d'inflation sur les prix courants ne signifiait pas qu'il n'y avait aucun déséquilibre. Elle est allée de pair avec une inflation du prix des actifs financiers. Ce scénario n'avait pas d'autre issue qu'un recul durable de l'activité faisant suite à une catastrophe financière devenue inévitable. La théorie et la politique macroéconomique en vogue ne pouvaient qu'ignorer la nature des enchaînements à l'œuvre.

La divergence inattendue

La crise européenne est le fruit d'une autre histoire. La marche vers la monnaie unique et sa réalisation étaient censées conduire à la convergence des performances réelles. C'est le contraire qui s'est produit.

Au début des années 1990, confrontée aux difficultés de la réunification, l'Allemagne fait le choix d'une politique budgétaire expansionniste couplée à une politique monétaire restrictive de manière à financer la reconstruction de l'ancienne Allemagne de l'Est sans encourir de tensions inflationnistes. Le résultat a été des taux d'intérêt élevés, généralisés à l'ensemble de la zone euro dans le contexte imposé par les traités organisant la marche vers une monnaie unique. Le résultat a aussi été une croissance ralentie pendant plus d'une décennie en Allemagne comme dans tous les grands pays de la zone euro.

Cela ne signifie pas qu'une baisse générale des salaires à l'Est aurait été préférable économiquement ou politiquement. En revanche, si une solidarité budgétaire avait pu être organisée à l'échelle de l'Europe, la politique monétaire aurait pu être moins restrictive, les déficits publics internes auraient été allégés et les ajustements structurels auraient pu être facilités au bénéfice de toute l'Europe (Fitoussi [1996]).

La politique conduite a, certes, réussi à contrarier les tensions inflationnistes, mais elle a contribué à freiner les investissements dans les nouvelles technologies. La transition vers une économie incorporant avec succès ces nouvelles technologies n'a pas été pleinement assurée. Pour autant, il ne s'est pas produit, dans une première période, de divorce flagrant entre offre et demande qui aurait menacé la viabilité de ce sentier à croissance faible. Les difficultés structurelles se sont nouées dans le courant des années 2000 quand l'Allemagne s'est engagée dans une stratégie consistant à stimuler les exportations et a mis en place des réformes du marché du travail contraignant la demande interne, tout en s'affranchissant temporairement de la règle des 3% de déficit budgétaire par rapport au produit intérieur brut, manifestant ainsi de son souci de ne pas risquer la récession consécutive au ralentissement inévitable de la demande privée domestique.

Faute d'un ajustement devenu impossible par le change, un écart croissant est, alors, apparu au sein de la zone euro entre des pays à excédent commercial et des pays à déficit commercial, entre des pays à excès d'épargne intérieure et des pays à insuffisance

d'épargne intérieure, reflétant des différences de stratégies réelles. Le fort déséquilibre entre offre et demande domestique en Allemagne a eu pour contrepoint un haut niveau de consommation dans d'autres pays développés, notamment dans ceux appartenant à la zone euro. Qui plus est, la baisse des taux d'intérêt et l'afflux de liquidités notamment dans les banques allemandes ont nourri des achats spéculatifs au lieu d'investissements productifs dans certains de ces pays. Un équilibre global s'est constitué, les déficits des uns compensant les excédents des autres, permettant qu'investissement et consommation restent à peu près en ligne au niveau de la zone euro. Mais il ne faisait que masquer l'existence de déséquilibres structurels croissants dans chacun des pays en même temps que la divergence progressive de leurs performances respectives et partant de leurs objectifs de politique économique.

Un précédent inquiétant

Au seuil des années 1990, l'économie du Japon était caractérisée par un taux d'épargne et un taux d'investissement élevés, un compte courant excédentaire et un surplus budgétaire. Rien ne laissait présager ce qui allait arriver.

En fait, le Japon, dont la croissance était fondée sur les exportations, s'est retrouvé dans une situation de possible rééquilibrage de cette croissance censée reposer davantage sur la demande domestique. La hausse de la richesse nette des agents économiques devait favoriser la hausse de la consommation intérieure. Cette hausse a été principalement due à la hausse des cours boursiers et des prix des actifs immobiliers. Loin de stimuler la croissance en orientant les investissements vers des emplois productifs, elle a alimenté les dépenses peu ou pas productives au bénéfice de secteurs comme la construction à la productivité relativement faible. (Rajan [2010]).

La conséquence est que le Japon a du faire face à l'éclatement simultané de deux bulles spéculatives, l'une boursière, l'autre immobilière, qui ont grandement affecté son système bancaire, mais aussi ses entreprises dont la valeur des actifs a brutalement et grandement chuté. Les politiques économiques alors mises en œuvre, inspirées des thèses keynésiennes, ont conduit à financer massivement des projets publics plus ou moins utiles. Elles ont sans doute atténué les effets déflationnistes de la crise, mais ont eu pour conséquence tangible une forte hausse de la dette publique qui a découragé de poursuivre dans la même direction. Ces dépenses étaient censées avoir un fort effet multiplicateur sur l'activité en permettant aux travailleurs sous employés de signaler

une demande solvable de biens et de services domestiques. Or le problème du Japon était plus complexe. Certes, les ménages confrontés à des contraintes de revenus ont diminué leur effort d'épargne. Mais la difficulté essentielle est venue du fait que les entreprises ne pouvaient pas et plus tard ne voulaient pas acheter les services des facteurs nécessaires pour produire des biens disponibles ultérieurement. L'état des banques ne leur permettait pas de prêter et quand elles se sont en partie rétablies, nombre d'entreprises avaient des bilans dans un tel état qu'elles n'étaient pas à même d'emprunter (Koo [2003], [2008]). Par ailleurs, la politique de bas taux d'intérêt pratiquée par la Banque centrale ne pouvait en rien contrarier les défaillances enregistrées une fois que le système de crédit s'était affaissé. L'économie était tombée dans une trappe à liquidité (Krugman [1998]). De fait, le Japon s'est trouvé dans une situation de chute de l'investissement plus que de hausse de l'épargne. La régression des projets d'investissement à long terme résultant, en partie, du vieillissement de la population, un temps masquée au sein d'une économie de bulle financière et immobilière, a fini par dominer. En même temps, la hausse des dépenses sociales mécaniquement produite par ce même vieillissement est devenue un facteur inhibant de la poursuite d'une politique de déficit budgétaire. Deux questions se sont, alors, posées et continuent de se poser. Pendant combien de temps doit-on et peut-on maintenir un déficit budgétaire ? Faut-il envisager une politique de facilité monétaire susceptible de créer des anticipations, modérément mais suffisamment inflationnistes afin de susciter une reprise ?

Cette situation présente des similitudes avec celles rencontrées par les pays de l'Union européenne et les Etats-Unis à partir de 2008. Les mêmes causes pourraient produire les mêmes effets. L'orthodoxie budgétaire et monétaire s'en trouve questionnée, mais aussi les stratégies de croissance qui ne sauraient être réduite à sa remise en cause.

L'orthodoxie ressuscitée

Les débats académiques et politiques des années 1990 et 2000 ont, explicitement ou non, reposé sur une séparation du court terme d'avec le long terme ou pis ont ignoré le court terme pour privilégier un idéal de long terme. Quand il a été question de comprendre les déficits de croissance des grands pays de la zone euro vis-à-vis des Etats-Unis, du Royaume Uni et des petits pays de la zone euro, l'accent était exclusivement mis sur le degré insuffisant de libéralisation des marchés visé par les

premiers. Aujourd'hui, quand il faut expliquer la meilleure tenue de l'Allemagne face à la crise, ce sont les réformes structurelles réalisées par ce pays qui sont mises en avant. Les choses sont pourtant beaucoup plus complexes.

La crise aurait du mettre en pièces le consensus qui s'était établi en faveur d'une stratégie économique fondée sur la libéralisation des marchés et le recul de l'interventionnisme étatique. Il n'en a rien été en dépit notamment du désordre que constitue la montée des inégalités. Certes, il y a bien une explication, qualifiée de progressiste, qui établit un lien entre la montée des inégalités et la chute de la demande masquée un temps par un endettement des ménages qui s'est avéré insoutenable. Les tenants de l'orthodoxie du moment persistent, cependant, à ne pas voir l'origine des déboires actuels dans le creusement des inégalités pour privilégier une explication faisant état de dérèglement du marché du travail et du marché de la formation (Rajan [2010]). Ils admettent que les inégalités ont augmenté comme corollaire de la libéralisation et de la dérégulation, mais ils réfutent l'idée que ce serait le résultat de comportements prédateurs rendus possible par des positions de pouvoir ou des choix politiques consistant à favoriser, notamment fiscalement, les riches. Ces inégalités auraient augmenté en réponse à des chocs structurels. Sans doute, l'adoption de nouvelles technologies a accru le besoin de travailleurs hautement qualifiés dont les salaires ont fortement augmenté quand, dans le même temps, l'intensification de la concurrence des pays émergents a eu pour effet que les emplois occupés par des travailleurs peu qualifiés ont été automatisés ou délocalisés. L'accès facilité au crédit a, certes, pallié temporairement le déficit de demande des catégories de la population les moins aisées et les moins qualifiées ainsi créé. Mais, d'un point de vue orthodoxe, il s'agit d'un choix politique conduisant à geler une situation de déséquilibre sur le marché du travail, en affaiblissant les incitations à se former de ces mêmes catégories de la population. Les défaillances du système de formation auraient fait le reste. Les politiciens, soucieux qu'ils sont de préserver la consommation courante, seraient, bien plus que les économistes, responsable de la situation créée.

Les défenseurs de la thèse, que l'on qualifiera de conservatrice, voient sa confirmation dans les caractéristiques de l'autre crise, celle de la zone euro. Les inégalités n'y ont pas augmenté dans une mesure équivalente à ce qui a pu être observé aux Etats-Unis et au Royaume Uni. En outre, l'Allemagne semble être en meilleure position face à la crise

alors même qu'elle a procédé à des réformes tendant à libéraliser le marché du travail, créant, cependant, davantage d'inégalités parmi les salariés suivant les secteurs où ils sont employés, mais très vraisemblablement en lien avec l'échelle des qualifications. Le pas est, alors, vite franchi par les tenants de l'orthodoxie du moment, consistant à stigmatiser le comportement des pays les moins compétitifs dont les gouvernements, mais aussi les acteurs privés, ont tiré parti de la baisse du coût du crédit avec l'introduction de l'euro en finançant des dépenses improductives, poussant les salaires à la hausse sans augmentation correspondante de la productivité.

L'espoir que la participation à un marché unique entraînerait la convergence des performances a été déçu. D'aucuns incriminent le défaut de rapprochement institutionnel qui expliquerait une croissance des pays retardataires tirée par l'accumulation de capital plutôt que les gains de productivité totale des facteurs (Bertola [2013]). Si le flux de capitaux des pays avancés vers les pays retardataires ne s'est pas concrétisé par une hausse significative de la productivité dans ces derniers, ce serait la conséquence d'une insuffisante amélioration de la qualité des institutions, s'agissant notamment des pays qui ont adopté très tôt la monnaie unique (Espagne, Grèce, Portugal). L'idée surgit alors que les facilités financières accordées à ces pays ont permis aux décideurs politiques de ne pas se soucier des exigences de compétitivité et de prendre des mesures réduisant les inégalités au détriment de l'objectif de convergence. En filigrane, apparaît l'idée que le creusement assez significatif des inégalités observé en Allemagne est, en quelque sorte, naturel et que le véritable échec des pays en difficulté est de ne pas y avoir consenti en réalisant les réformes nécessaires.

L'orthodoxie croît ainsi retrouver sa pleine légitimité. Il est moins question du rôle des inégalités et bien davantage de celui des réformes structurelles dont le véritable enjeu est de rétablir une répartition des revenus conforme à une exigence d'efficacité et dont le défaut dans nombre de pays serait bien la cause majeure de la crise propre à la zone euro. Ainsi, la vertu de l'Allemagne résiderait dans le maintien d'un système financier solide couplé aux réformes nécessaires du marché du travail.

L'orthodoxie renaissante prend appui sur la crise des dettes souveraines, d'ailleurs circonscrite aux pays de la zone euro, pour derechef faire de l'austérité budgétaire l'unique solution, basée, pourtant, sur certaines expériences passées en Suède ou au Canada, certes positives, mais peu convaincantes, s'agissant, à chaque fois, d'expériences

de pays choisissant la rigueur quand leurs principaux clients étaient dans une période de croissance.

Le kaléidoscope de l'économie mondiale

La mondialisation n'est pas, comme certains voudraient le faire croire, la découverte et le fruit des règles appliquées à tous et partout qui garantiraient stabilité et progrès sous couvert d'uniformité. Elle met en présence des pays très différents les uns des autres en termes de niveau de développement, de taille, d'institutions et de stratégies. Quand les pays développés prétendent appliquer les règles d'un néo-libéralisme pourtant mis en doute par la crise, les pays émergents continuent de tracer leur route loin du consensus en vogue. Chacun d'entre eux subit à sa façon les conséquences de l'élargissement des marchés et y réagit en décidant de choisir un chemin sans doute particulier, mais jamais coupé du chemin suivi par les autres. Il n'y a pas d'indépendance dans l'interdépendance, mais une étroite imbrication des uns avec les autres signifiant qu'il n'est pas sérieux de vouloir isoler les pays les uns des autres en distinguant ceux d'entre eux qui sont vertueux de ceux qui ne le sont pas au nom de critères communs. Les déséquilibres subis par les uns sont forcément le corollaire de ceux que connaissent les autres. Ils s'alimentent les uns les autres pour le meilleur et pour le pire.

Certes, il est toujours possible de voir, dans l'excès de consommation d'un côté et l'excès d'épargne de l'autre, le fruit du vice de ceux qui feraient le choix politique de trop consommer par rapport à leurs ressources productives. Ainsi les pays développés en choisissant de consommer trop grâce aux facilités de crédit accordées aux ménages, inciteraient les pays émergents à fonder leur croissance sur les exportations (Rajan [2011]). C'est, cependant, reconnaître trop de degrés de liberté dans les choix stratégiques opérés par les uns comme par les autres, ignorer les contraintes nées des sentiers suivis et négliger les délais d'ajustement à des déséquilibres nécessaires autant qu'inévitables. Ce n'est pas, à l'origine, la consommation des pays riches qui entraîne les pays émergents à exporter, mais la structure de la demande interne induite par le niveau moyen de revenu, sans correction immédiate possible. En outre, il n'y a nulle fatalité à ce que cette stratégie induise un excédent commercial important et surtout durable, si ces mêmes pays importent, par exemple, des biens d'équipement, ou si leurs excédents alimentent une épargne servant à réaliser des investissements productifs dans les pays un temps déficitaires (Corden [2011]).

L'Europe fait, à bien des égards, figure de modèle réduit de la mondialisation et de terrain d'expérimentation des nouvelles régulations. La libéralisation des échanges et l'unification des marchés y sont plus avancées que dans tout autre ensemble géographique. L'hétérogénéité aussi bien en termes de taille que de niveau de vie des nations parties prenantes y est devenue importante. Des pays structurellement en excédent commercial côtoient des pays structurellement en déficit. Dans ce contexte, le débat qui s'est installé entre les tenants de l'austérité budgétaire et ses opposants est partiellement faussé. Les difficultés rencontrées ne seront résolues, ni par le retour improbable de chaque pays à un équilibre des comptes publics, ni par le seul effet d'une relance de la demande dans les pays excédentaires. Aujourd'hui, les économies européennes cumulent le fait d'être soumises à des changements structurels avec la nécessité de trouver une cohérence entre elles qui leur assure de marcher d'un même pas et d'avoir des performances comparables.

Une vision partielle, nationale, des choses conduit à prescrire des baisses de salaires dans les pays déficitaires pour rétablir leur compétitivité, comme d'ailleurs l'on prescrit aux pays développés d'accepter le creusement des inégalités de salaires pour faire face à un progrès technique biaisé en faveur des hautes qualifications et à la concurrence des pays émergents. Une vision globale qui reconnaît le poids des interdépendances, ne peut que conduire à s'interroger sur la nécessité, mais aussi sur la difficulté de trouver une demande en rapport avec l'offre, impliquant, non seulement, de rétablir le salaire dans son double statut de coût et de vecteur de demande, mais aussi de comprendre le rôle joué par les échanges internationaux dans cette recherche de l'équilibre. Revient, alors, sur le devant de la scène la question de savoir si une plus grande égalité de situations, dans chaque pays comme entre les pays, fait ou non figure de garant d'une croissance retrouvée et partagée.

Il est de fait que la nouvelle mondialisation a pour effet de diminuer les inégalités à l'échelle du monde, mais à les aggraver dans chacun des pays, qu'il s'agisse des pays développés ou des pays émergents. Cette aggravation témoigne de déséquilibres qui menacent la viabilité de l'ensemble. La stratégie de croissance par les exportations des uns prend place au prix d'un creusement interne des inégalités qui se fait au détriment de la consommation intérieure. Sa réussite reste subordonnée à la demande de biens de consommation des autres, pourtant potentiellement affaiblie par l'accroissement des

inégalités qui s'y est également produit et menacée par les effets de l'austérité budgétaire.

C'est dire si le débat ne se situe pas entre une économie de la demande et une économie de l'offre, mais bien entre une théorie de l'évolution et une théorie de l'équilibre général (dynamique et stochastique) des marchés.

Vers une nouvelle macroéconomie unifiée

La macroéconomie contemporaine, tournée vers l'examen des conditions d'offre, pas plus que la macroéconomie keynésienne privilégiant les contraintes de demande, n'est à même de répondre à cette question fondamentale de la coordination. Le débat qui l'agite reste dominé par une perception particulière des relations entre les événements de court terme et ceux de long terme. Que l'on se réclame des nouveaux keynésiens (et même des anciens) ou des nouveaux classiques, l'idée demeure d'un long terme structuré par les technologies et les préférences. Soit il existe des déviations à court terme par rapport à une tendance (ou des cycles) ainsi structuré, soit l'économie est placée d'emblée, de par la volonté des agents dotés d'anticipations rationnelles, sur sa trajectoire de long terme. D'aucune manière, les événements perceptibles à court terme ont une influence sur le devenir à long terme. A certains égards, c'est bien d'une macroéconomie unifiée dont il s'agit, celle qui fait disparaître le court terme dans le long terme. En opérant de cette manière, la macroéconomie moderne présume que l'économie se comporte comme un système d'équilibre général stable. Les seuls problèmes, qui peuvent se manifester, tiennent à des frictions et des imperfections de nature microéconomique ou à une intervention discrétionnaire du gouvernement forcément intempestive (Leijonhufvud [2009 a], [2009 b]).

Sans doute, l'une des analyses les plus pertinentes s'inscrivant dans ce cadre théorique, est celle qui fait valoir l'existence d'un accélérateur financier (Bernanke et Gertler [1989], [1990], [1995], Bernanke, Gertler et Gilchrist [1996]). Le principe en est simple. Si la richesse nette des emprunteurs diminue (augmente) sous l'effet d'un choc, la base pour un financement interne est réduite (accrue). Il en est même du montant de financement externe du fait d'une hausse (baisse) du coût d'intermédiation financière associé à l'existence d'asymétries d'information. La chute (hausse) de l'activité s'en trouve amplifiée. La diminution (l'augmentation) du taux d'endettement agit dans le sens d'un retournement de tendance. Des cycles sont ainsi le résultat des mécanismes

proprement financiers. L'intérêt de l'analyse tient à ce qu'elle prend en considération les situations de bilan des emprunteurs au lieu de se focaliser sur les seules variables de flux. Elle continue de décrire une économie autorégulée.

L'expérience, récente comme plus ancienne, montre, cependant, que les mécanismes autorégulateurs du marché peuvent être mis en échec, non pas du fait de chocs exogènes, mais de par l'enchaînement des déséquilibres. L'unification de la macroéconomie procède, alors, d'un renversement radical de perspective impliquant de considérer que le court terme commande le long terme, que la croissance n'est pas indépendante des fluctuations. L'analyse prend une dimension séquentielle dans la mesure où il est, précisément, question de traiter de cet enchaînement de déséquilibres. Cette manière de concevoir l'évolution n'est étrangère ni à Smith, ni à Keynes (Hicks [1990]). L'un et l'autre ont en commun d'analyser le comportement de l'économie sur une période avec un passé et un futur. Si cette période a une longueur finie, elle démarre avec des stocks hérités du passé et termine avec des stocks transmis au futur. La formation et la variation de ces stocks, généralement réels et financiers, sont déterminantes des caractéristiques d'une évolution qui se fait étape par étape sans qu'il ne soit désormais question de dissocier le court terme du long terme. Encore faut-il formuler les enchaînements d'une période à l'autre.

Hicks [1973] s'y essaie quand, partant de l'observation que la production prend du temps, il analyse comment évolue, de période en période, la structure de la capacité de production, définie par une population de processus de production qui naissent, vivent et meurent au rythme déterminé par des chocs technologiques et les ajustements de salaires y répondant. Il est, ainsi, en mesure de donner une démonstration robuste de l'effet machine de Ricardo et d'expliquer la nature du chômage qui fait suite à l'introduction d'une technologie supérieure. Ce qui est vrai dans une économie de troc parfait, comme celle décrite par Hicks, le reste dans une économie monétaire (Amendola et Gaffard [1998], [2006]). Au stock de capital fixe assimilé au nombre de processus de différents âges mesuré en début et en fin de période viennent s'ajouter les stocks de biens ou les files d'attente et les stocks monétaires et financiers y compris les dettes contractées. C'est la variation de ces stocks et les décisions qui les accompagnent qui font le profil de l'évolution.

Les phénomènes en jeu mettent en présence une multiplicité d'agents. L'endettement fait problème en raison de la façon dont il est distribué et des relations qui se nouent entre créanciers et débiteurs. Les phénomènes de contagion naissent de l'existence de connectivité entre des institutions financières distinctes. Les défaillances d'une politique monétaire tournée vers le seul objectif d'inflation viennent de la difficulté de saisir ce qu'il advient du prix des actifs financiers ou immobiliers (Leijonhufvud [2009 b], [2011]). Aussi est-il impensable de traiter des problèmes de coordination et du rôle qu'y jouent les stocks réels et financiers sans décrire l'interaction entre des agents nombreux, hétérogènes et insuffisamment informés, telle qu'elle se déroule étape après étape en réponse aux déséquilibres qui s'enchaînent. De nombreux auteurs s'y sont essayés, dans le passé Wicksell, Keynes ou Robertson (Lundberg [1937]), plus récemment Hicks ([1973]), Clower ([1967]), Leijonhufvud ([1983]), Howitt ([2006], [2008]). La complexité inhérente aux interdépendances multiples y invite.

Ce dont il est question, c'est d'une macroéconomie post-walrasienne conçue en contrepoint des analyses d'équilibre général intertemporel (Colander [2006], Leijonhufvud [2006]). Cette macroéconomie se donne pour objet de caractériser la manière dont une économie fonctionne quand elle est hors de l'équilibre et d'identifier sa capacité à évoluer, à changer de structure. Elle doit spécifier les mécanismes décrivant comment les agents prennent leurs décisions, comment les prix sont déterminés, comment les échanges prennent place hors de l'équilibre (Day [1993]). Elle traite d'une économie monétaire. L'usage de monnaie est nécessaire pour pallier les défauts intrinsèques de coordination entre agents engagés dans des transactions multiples dans un contexte d'information imparfaitement distribuée et incomplète, tout en étant une cause de possible instabilité (Laidler [2010]).

Controverses sur le multiplicateur

Le propre d'une économie en déséquilibre est qu'elle est affectée d'un effet multiplicateur qui relie les variations de revenu aux chocs de demande de diverses origines. Le simple fait que les échanges aient lieu à de 'faux' prix, i.e. des prix de déséquilibre, suffit à créer des défauts de communication entre les agents et des contraintes de revenu qui sont à l'origine de ce mécanisme (Tobin [1993], Howitt [2006], [2008]). Les individus, contraints dans leur offre, formulent des demandes qui, au lieu de répondre à des prix présumés optimaux, sont possiblement affectées par ces

contraintes et donc par les revenus courants, qu'il s'agisse des revenus de la vente de biens et services ou des revenus du travail.

Ce multiplicateur a eu longtemps des valeurs beaucoup plus faibles que celles supposées par la théorie keynésienne. Il y avait deux raisons à cela (Tobin [1993]). La première est l'introduction de stabilisateurs automatiques (autrement dit de la politique keynésienne, fiscale et sociale) impliquant que les dépenses sont devenues moins sensibles aux variations des revenus courants. La deuxième raison est que l'horizon temporel des agents s'est élargi, grâce à des marchés de capitaux plus performants et, plus généralement, du fait d'une plus grande confiance dans les anticipations qu'ils étaient amenés à faire sur le profil d'évolution de l'économie.

La question de la valeur du multiplicateur renvoie à celle de l'existence ou non d'un corridor de stabilité (Leijonhufvud [1973]), Grossman [1974], Howitt [1978]). Un choc déflationniste déclenche le jeu de deux mouvements contraires. D'un côté, l'excès d'offre provoque une baisse des prix susceptible de faire augmenter la demande (sauf à considérer son effet sur le poids des dettes). D'un autre côté, l'accumulation involontaire de stocks, la hausse du chômage et le déclin des anticipations de revenu provoquent, via un effet multiplicateur, une chute supplémentaire de la demande globale. Ce qui arrive au bout du compte dépend de la force respective de ces mouvements contraires. Leijonhufvud défend l'idée que si le déplacement initial est de faible magnitude, l'effet des baisses de prix devrait l'emporter sur l'effet multiplicateur. L'économie demeure dans un corridor de stabilité. L'inverse se produit si le déplacement initial a une magnitude qui dépasse un certain seuil. Dans cette affaire, l'effet des anticipations a de l'importance, mais, sans doute, les stocks réels et financiers involontairement accumulés jouent un rôle décisif.

Ce rôle est ambivalent. Ainsi, l'existence de stocks tampons (monétaires et financiers) aide, sans conteste, à maintenir l'économie dans un corridor de stabilité. Elle permet que les dépenses soient maintenues, alors que le revenu courant diminue (Leijonhufvud [1973]). Mais leur gonflement inapproprié peut, à l'inverse, faire sortir de ce corridor de stabilité. La situation de déflation par la dette, qui fait suite à la baisse des prix, en est une parfaite illustration (Keynes [1936], Patinkin [1965]). L'augmentation du poids des dettes est à l'origine de faillites, notamment de faillites d'entreprises, qui ont pour

conséquence une chute de la demande globale. L'économie peut, alors, sortir de son corridor de stabilité.

Cette situation n'est pas la seule imaginable. L'endettement des ménages peut, un temps, pallier la stagnation voir la diminution des revenus courants et se traduire par la non réactivité de la demande à des variations du revenu courant et, donc, par une valeur faible du multiplicateur. La prise de conscience du caractère insoutenable de la dette accumulée et le fort désendettement qui s'ensuit ne peut que faire augmenter sensiblement la valeur de ce multiplicateur : les débiteurs sont, désormais, contraints de se désendetter ; leurs dépenses dépendent du revenu courant. Dans ce contexte, la réduction des dépenses publiques dans le but de rétablir les comptes publics, en augmentant la contrainte de revenu des ménages et des entreprises ne peut avoir que des effets multiplicateurs fortement négatifs. Le négliger ne peut, à tout le moins, qu'engendrer des erreurs de prévision de croissance comme cela a pu se vérifier (Blanchard et Leigh [2013]).

Une hausse des dépenses publiques, en affaiblissant le poids de la dette des ménages, peut, dans ce contexte, avoir un effet multiplicateur supérieur à l'unité. Il en est de même, quoiqu'à un degré moindre, d'une diminution des impôts (Eggertsson et Krugman [2012]). Tout dépend, cependant, de qui est bénéficiaire des hausses de dépenses publiques et des baisses d'impôts. Si la valeur du multiplicateur est élevée à la baisse, elle n'est pas, pour autant, élevée à la hausse. L'effet d'une relance par le canal de la dépense publique est lui-même affecté par ce qu'il advient des stocks (Hicks [1975]). Pour que le multiplicateur joue, il faut que les salaires versés comme suite à la hausse initiale de la dépense donne lieu à une production domestique supplémentaire de biens de consommation au lieu de ne traduire que par une diminution des stocks existants ou par des achats à l'extérieurs de ces mêmes biens de consommation. Il faut aussi que la production puisse augmenter dans les secteurs directement concernés mais aussi dans les secteurs situés en amont qui les fournissent en matériaux ou biens d'équipement, ce qui, en général, demande du temps.

La théorie des prix revisitée

Traiter ainsi de l'évolution en mettant l'accent sur les défauts de coordination et les moyens d'y pallier conduit inévitablement à s'interroger sur les effets d'un degré plus ou moins élevé de flexibilité des prix et des salaires. Les variations des uns et des autres

jouent un rôle dans l'évolution à moyen terme de l'économie en raison des variations de revenu, qui y sont associées et dominent le déroulement des événements (Solow 2000]). Une fois qu'est écarté le principe d'une totale flexibilité qui ferait que les prix seraient instantanément des prix d'équilibre rendant sans objet toute réflexion sur une coordination supposée systématiquement réalisée, la question de l'impact du degré de flexibilité des prix sur l'enchaînement des déséquilibres est posée. Il est généralement admis que la baisse générale des prix en alourdissant le poids des dettes accroît les excédents d'offre au lieu de les résorber, mais, hormis cette situation de déflation, la discussion reste ouverte. Il y a, cependant, une présomption que des prix trop brutalement et trop fortement flexibles ne sont pas souhaitables. La stabilité macroéconomique semble être atteinte à des niveaux intermédiaires de flexibilité des prix : quand la coordination est mise en défaut et que les échanges à de 'faux' prix engendrent un processus multiplicateur, le produit brut augmente avec le degré de flexibilité, puis diminue au delà d'un certain seuil (Howitt [2008]).

L'une des dimensions du problème réside dans l'impact que peuvent avoir les variations de prix et des salaires sur la richesse nette des entreprises. Des variations trop marquées sont, en effet, susceptibles de créer une plus grande incertitude qui se répercute sur la valeur des actifs des entreprises, exacerbant alors les fluctuations du produit global via les effets sur les décisions de production, d'embauche et d'investissement (Stiglitz [1999]).

Ces mêmes variations, dès lors qu'elles vont dans la mauvaise direction ou sont excessives peuvent contribuer à amplifier les perturbations affectant la structure de la production. Elles provoquent l'alternance d'excédents d'offre et de demande et, finalement, l'alternance de destructions excessives de capacité et de goulots d'étranglement, engendrant des fluctuations erratiques du produit (Amendola et Gaffard [1998], [2006], Amendola, Gaffard et Saraceno [2004]).

L'interrogation sur l'impact d'une plus ou moins grande flexibilité des prix, dans un contexte de déséquilibres de marché et d'hétérogénéité des agents, éclaire sur ce que sont véritablement, les coûts de l'inflation. La critique souvent adressée aux keynésiens est de ne pas se préoccuper de l'inflation et de ses coûts et de privilégier la lutte contre le chômage. Ce biais dans les thèses keynésiennes explique pour une part la désaffection dont elles ont été l'objet à partir des années 1980 au bénéfice des thèses monétaristes.

Pourtant, il faut bien convenir de la faiblesse de ces dernières quand il est précisément question d'expliquer les coûts de l'inflation. En fait, le vrai problème soulevé par l'inflation est le désordre qu'elle crée, au delà d'un certain seuil, dans les prix relatifs et dans la répartition des revenus et des richesses en ayant pour effet d'empêcher les mécanismes de marché de bien fonctionner (Laidler [2008], Leijonhufvud [1977], Heymann et Leijonhufvud [1995]). Le vrai problème auquel sont confrontés les agents n'est pas qu'ils prennent une variation du niveau général des prix pour une variation des prix relatifs, mais qu'ils sont dans l'incapacité d'interpréter correctement les signaux de prix qui résultent de changements de prix relatifs dus au processus inflationniste. Il s'ensuit que des réallocations nécessaires de ressources ne sont pas effectuées, alors que d'autres le sont qui ne devraient pas avoir lieu (Leijonhufvud [1977]). Autant une inflation trop basse est coûteuse en termes d'emplois perdus (Akerlof et alii [1996]), rendant, en outre plus difficile les adaptations structurelles nécessaires, autant une inflation forte va de pair avec des perturbations menaçant la viabilité de l'économie. Une inflation forte a souvent pour corollaire une forte volatilité des prix nominaux associée à des alternances d'excès de demande et d'offre sur les différents marchés. L'incertitude accrue tend à réduire l'horizon temporel des agents et à faire disparaître les marchés à terme, à l'opposé de ce que prétend la théorie de l'équilibre général. Une plus grande flexibilité est recherchée, non pas des prix mais des décisions d'investissement. Elle implique de privilégier des décisions réversibles et de se garantir les plus large choix possible ultérieurement (Hicks [1974]). Les investissements à long terme s'en trouvent affectés et avec eux le degré de division du travail, au détriment de la croissance. C'est ce qui a pu être observé au moment de la transition vers l'économie de marché dans les pays de l'ancien bloc soviétique (Heymann et Leijonhufvud [1995]). Par ailleurs, les dysfonctionnements des marchés ouvrent la voie à des choix politiques sensibles à l'influence d'intérêts particuliers plus ou moins puissants. Comme il est improbable que chaque individu, confronté à l'inflation, compense ses pertes par ses gains, chacun d'entre eux ou chaque groupe social essaie de gagner et tente d'influencer les décideurs politiques dans un sens qui leur est favorable. Leurs actions, au lieu d'être tendues vers la meilleure utilisation de leurs ressources dans un but productif, ont pour priorité vitale d'échapper aux conséquences néfastes de l'inflation. Se reposer sur les effets présumés bénéfiques de la concurrence et des accords contractuels cède devant la recherche d'arbitrages administratifs favorables, forcément discriminants (Leijonhufvud [1977]).

Retour sur les enjeux de politique économique

La macroéconomie contemporaine, fondée sur des comportements microéconomiques d'optimisation, est une macroéconomie d'équilibre général. Elle repose sur une double dichotomie, entre le secteur réel et le secteur monétaire, entre des désordres de court terme imputables aux interventions intempestives du gouvernement et un ordre à long terme né du fonctionnement pleinement concurrentiel des marchés de biens et de facteurs. De là l'idée que la neutralité budgétaire et monétaire doit être assortie des réformes structurelles (de conditions d'offre) qui fixent les niveaux d'équilibre (naturels) du produit et de l'emploi. Ce sont ces réformes et les conditions qu'elles créent qui sont, dans ce schéma analytique, la véritable source de la croissance. Il n'y a pas, alors, de contradiction entre la rigueur monétaire et budgétaire, d'un côté, et la croissance, de l'autre. Un pont est établi entre une microéconomie tendue vers la mise en place de structures de marché concurrentielles et une macroéconomie réduite à prôner la neutralité du gouvernement. Or, d'une part, dans un monde normalement en déséquilibre, cette neutralité est illusoire, d'autre part, les imperfections de la concurrence sur les marchés de biens ou les marchés de travail, loin d'être un obstacle à la hausse de la production et de l'emploi, pourraient la favoriser.

Le gouvernement, comme les marchés, a pour fonction d'assurer une coordination entendue comme un ajustement aux déséquilibres survenant étape après étape. La gestion des recettes et dépenses publiques, de la dette publique et de la monnaie répond à cet objectif. Il en est de même des règles d'organisation des marchés. La gestion publique a inévitablement un caractère discrétionnaire, impliquant d'arbitrer entre plusieurs objectifs en faisant usage de plusieurs instruments. L'organisation industrielle fait la part des relations de concurrence et des relations de coopération entre entreprises. En d'autres termes, non seulement, les marchés ne sont jamais parfaits, mais les imperfections, du moins certaines d'entre elles à certains moments, aident à la coordination. Ainsi, un pouvoir de marché accru des entreprises ou des salariés n'engendre pas nécessairement la chute de la production et de l'emploi qui lui est attribué dans la doctrine dominante, laquelle se rapporte toujours à la concurrence parfaite en tant qu'état optimal de référence.

La littérature en macroéconomie de la concurrence imparfaite est une invitation à examiner cette question (Dixon et Rankin [1994], Silvestre [1993], Solow [1998]). Une

concurrence imparfaite signifie que les entreprises ne sont plus preneuses de prix, mais, au contraire, fixent prix et quantités sur la base de leur perception de la demande. Il devient, alors, possible, que les entreprises d'un secteur accroissent production et emploi, quand elles anticipent que d'autres entreprises, dans un autre secteur, augmentent production, emploi et salaires. Une forme de complémentarité stratégique existe ainsi qui peut conduire à des niveaux de production élevés ou bas suivant que les entrepreneurs en question sont optimistes ou pessimistes (Heller [1986], Cooper et John [1988]). De telles situations relèvent de l'état de concurrence imparfaite qui impose aux entreprises de baser leurs décisions de production et d'investissement sur des anticipations de quantités. Inévitablement, la question se pose, alors, de savoir comment ces entreprises établissent leurs anticipations et, plus précisément, comment chacune d'entre elles prévoit les quantités produites par les autres, autrement dit comment elles se coordonnent. Or ce ne peut être que par le moyen d'arrangements organisationnels relevant de ce qu'il est convenu d'appeler des imperfections de marché. L'objectif de ces arrangements est bien de donner aux entreprises la capacité d'acquérir la connaissance minimale de leur environnement de marché pour pouvoir engager des dépenses d'investissement irréversibles (Richardson [1960]). Tels sont les véritables fondements microéconomiques de la macroéconomie dans une économie de marché dont la forme normale est la concurrence monopolistique ou l'oligopole (Solow [1998]). Dans un environnement de ce type, les entreprises sont, naturellement, sensibles aux conditions de stocks auxquelles elles doivent faire face, qui révèlent le degré de coordination et qui commandent les choix de production et d'investissement. Ces stocks peuvent jouer un rôle tampon ou, au contraire, avoir un effet amplificateur des déséquilibres.

La politique économique actuellement choisie en Europe continue de retenir la première option, celle de la recherche de neutralité de l'action des gouvernements et la pleine concurrence sur les marchés grâce à des réformes structurelles. La coordination préconisée est implicitement celle assurée par les prix dans un régime d'équilibre général des marchés. Ce choix fait l'impasse sur la réalité des problèmes de coordination et sur leur implication pour la politique macroéconomique et pour les stratégies industrielles. La rigueur budgétaire dans un contexte de taux d'intérêt bas est présumée favoriser un regain de confiance des consommateurs et des investisseurs, alors qu'elle produit des effets multiplicateurs fortement négatifs sur le revenu global. La force de l'économie allemande est attribuée aux réformes du marché du travail qui l'ont rendu

plus flexible, alors qu'elle a surtout à voir avec une organisation industrielle dont la caractéristique première est de garantir des formes de coopération qui rendent la coordination nécessaire efficace.

Sans préjudice de l'évolution nécessaire de certains régimes sociaux et de réformes de la gestion publique, il serait judicieux, en période de récession, de reconnaître la nécessité de soutenir la production et l'emploi, par le moyen du budget, quand les agents privés doivent rétablir leurs bilans, et ne rechercher le rétablissement des comptes publics qu'une fois terminée la période de désendettement privé. Pour autant, cela ne signifie pas que le laxisme budgétaire est la solution, indépendamment de l'orientation des dépenses et des prélèvements. Si l'enjeu est de concourir au désendettement des agents privés, entreprises et ménages, qui bénéficie des dépenses et qui paie les impôts compte.

Il serait, en outre, utile de promouvoir, à l'échelle de l'Europe comme au niveau de chaque pays, les mesures susceptibles de favoriser les complémentarités stratégiques entre entreprises, autrement dit d'aider à la constitution d'une organisation industrielle propice à la coordination des investissements.

Il n'y a ainsi pas lieu de séparer une politique macroéconomique qui reste orientée vers la régulation de la demande et des politiques structurelles agissant sur les conditions d'offre et faisant le partage entre bonnes et mauvaises pratiques monopolistes, dans le but commun d'aider à la coordination entre agents économiques.

Temps calmes et temps de crise

La brève histoire de la macroéconomie en relation avec les faits qui l'ont fait naître et évoluer semble bien accréditer la conviction selon laquelle ce sont les temps de crise qui sont propices à la compréhension des phénomènes qui affectent les phénomènes globaux. Les périodes de calme, que ce soit les années 1960 ou les années 1990, ont plutôt laissé croire à une stabilité définitivement acquise des économies de marché grâce à l'application de règles simples, qu'il s'agisse, dans le premier cas, du réglage fin de la conjoncture par des manipulations mécaniques du budget ou, dans le deuxième cas, de la règle monétaire assortie de la libéralisation des marchés de biens et du travail. Ce faisant, les déséquilibres persistants comme les phénomènes de propagation ont été systématiquement ignorés avec pour conséquence des dérapages de l'économie dans son ensemble, qu'il s'agisse de fortes inflations ou de grande récession. La grande

modération est un leurre, fruit de théories trop simples pour permettre de comprendre le monde.

Références bibliographiques

AKERLOF G.A., DICKENS W.T., PERRY G.L. AND R.J. GORDON [1996] : 'The Macroeconomics of Low Inflation', *Brookings Papers on Economic Activity* 1

AMENDOLA M. AND J-L GAFFARD [1998] : *Out of Equilibrium*, Oxford : Clarendon Press.

AMENDOLA M. AND J-L GAFFARD [2006] : *The Market Way to Riches : Beyond the Myth*, Cheltenham : Edward Elgar.

AMENDOLA M., GAFFARD J-L AND F. SARACENO [2004] : 'Wage Flexibility and Unemployment : The Keynesian Perspective Revisited, *Scottish Journal of Political Economy* 51 : 654-674.

ASKENAZY P. [2011] : *Les décennies aveugles : emploi et croissance 1970-2010*, Paris : Le seuil.

BARRO R. J. AND H.I. GROSSMAN [1971] : 'General Disequilibrium Model of Income and Employment, *American Economic Review* 61 : 82-93.

BARRO R. J. AND H.I. GROSSMAN [1976] : *Money, Employment, and Inflation*, Cambridge : Cambridge University Press.

BENASSY J-P [1975] : 'Neo-Keynesian Disequilibrium Theory in a Monetary Economy', *The Review of Economic Studies* 42 (4) : 503-523.

BERNANKE B. AND M. GERTLER [1989] : 'Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations', *American Economic Review* 79 : 14-31.

BERNANKE B. AND M. GERTLER [1990] : 'Financial Fragility and Economic Performance', *Quarterly Journal of Economics* 105 : 87-114.

BERNANKE B. AND M. GERTLER [1995] : 'Inside the Black Box : the Credit Channel of Monetary Policy', 9 : 27-48.

BERNANKE B. , GERTLER M. AND S. GILCHRIST[1996] : 'The Financial Accelerator and the Flight to Quality', *Review of Economics and Statistics* 78 : 1-15

BERTOLA G. [2013] : 'Policy Coordination, Convergence, and the Rise and Crisis of the Euro Zone Imbalances', European Commission, *DG Economic and Financial Affairs : European Economic Papers*, No 490, Brussels, April, and CEPR DP 9471.

BERTOLA G. [2013] : 'Redistribution Policies and the Root of the Euro Zone Crisis', http://www.voxeu.org/article/redistribution-policies-root-eurozone-crisis

BLANCHARD O. AND D. LEIGH [2013] : 'Growth Forecasts Errors and Fiscal Multipliers', IMF Working Paper 13/1

CLOWER R.W. [1967] : 'The Keynesian Counter-Revolution – a Theoretical Appraisal', in F.H HAHN and F.P.R. BRECHLING (eds) *The Theory of Interest Rates*, London : Macmillan.

COLANDER D. [2006] : *Post Walrasian Macroeconomics*, Cambridege : Cambridge University Press.

COOPER R. AND A. JOHN [1988] : 'Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models', *Quarterly Journal of Economics* 103 : 441-463.

CORDEN W. [2011] : 'Global Imbalances and the Paradox of Thrift', *Policy Insight* No.54, Centre for Economic Policy Research (CEPR).

DAY R.H. [1993]: 'Non-Linear Dynamics and Evolutionary Economics', in R.H. DAY AND PING CHEN (eds), *Non-Linear Dynamics and Evolutionary Economics*, Oxford: Oxford University Press.

DIXON H. AND N. RANKIN [1994]: 'Imperfect Competition and macroeconomics: a survey', *Oxford Economic Papers* 46: 171-199.

DOS SANTOS FERREIRA R. [2013] : 'Mr Keynes, the Classics and the New Keynesians : a suggested modelling', *European Journal of History of Economic Thought*, forthcoming

EGGERTSSON G.B. AND P. KRUGMAN [2012] : Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap : a Fisher – Minsky – Koo Approach, *The Quarterly Journal of Economics* : 1469-1513.

FITOUSSI J-P [1973] : *Inflation, équilibre et chômage*, Paris : Cujas.

FITOUSSI J-P [1996] : *Le débat interdit*, Paris : Arlea.

FRIEDMAN M. [1968] : 'The Role of Monetary Policy', *American Economic Review* 58 : 1-17.

FRYDMAN R. AND M.D. GOLDBERG [2011] : *Beyond Mechanical Markets*, Princeton : Princeton University Press. Traduction française [2013] : *Marchés : la fin des modèles standard*, Paris : Le Pommier.

GROSSMAN H.I. [1974] : 'Effective Demand Failures : a comment', *Swedish Journal of Economics* 76 : 358-365.

HAYEK F. [1931] : *Price and Production*, London : Routledge.

HAYEK F. [1933] : *Monetary Theory and the Trade Cycle*, London : Routledge and Kegan Paul.

HELLER W.P. [1986] : 'Coordination Failures under Complete Markets with Application to Effective Demand' in W. Heller, R. Starr, and D. Starrett (eds), *Equilibrium Analysis : Essays in Honor of K.J. Arrow*, II, Cambridge : Cambridge University Press.

HEYMANN D. (2008) : 'Macroeconomics of Broken Promises,' in R.E. FARMER (ed) *Macroeconomics in the Small and the Large*, Cheltenham : Edward Elgar.

HEYMANN D. AND A. LEIJONHUFVUD [1995] : *High Inflation*, Oxford : Oxford University Press.

HICKS J.R. [1937] :'Mr Keynes and the Classics : a suggested interpretation', *Econometrica* 5 : 147-159.

HICKS J.R [1947] : 'World Recovery after War : a Theoretical Analysis', *The Economic Journal* 57 : 151-164.

HICKS J.R. [1973] : *Capital and Time*, Oxford, Clarendon Press.

HICKS J.R. [1974] : *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford, Basil Blackwell.

HICKS J.R. [1977] : 'Monetary Experience and the Theory of Money', in *Economic Perspectives*, Oxford: Clarendon Press

HICKS J.R [1990] : 'The Unification of Macroeconomics', *The Economic Journal* 100 : 528-538.

HOWITT P. [1978] : 'The Limits to Stability of a Full Employment Equilibrium', *Scandinavian Journal of Economics* 80 : 265-282 (reprinted in P. HOWITT [1990])

HOWITT P. [1990] : *The Keynesian Recovery and Other Essays*, Hemel Hemstead : Philip Allan.

HOWITT P. [2006)] : 'The Microfoundations of the Keynesian Multiplier Process', *Journal of Economic Interaction and Coordination* 1 : 33-44.

HOWITT P. [2008] : 'Macroeconomics with Intelligent Autonomous Agents' in R.E. FARMER (ed) *Macroeconomics in the Small and the Large*, Cheltenham : Edward Elgar.

KEYNES J.M. [1931] : *A Treatise on Money*, London : Macmillan.

KEYNES J.M. [1936] : *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London : Macmillan.

KEYNES J.M. [1939] : 'Democracy and Efficiency', *New Statesman and Nation* 17 (January 28).

KOO R. C. [2003] : *Balance Sheet Recession : Japan's Struggle with Unchartered Economics and its Global Implications*, Singapour : Wiley.

KOO R. C. [2008] : *The Holy Grail of Macroeconomics : Lessons from Japan's Great Recession*, New York : Wiley.

KRUGMAN P. [1998] : 'It's Baaack: Japan's Slump and the Return of Liquidity Trap', *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 137-205.

KRUGMAN P. [2009] : *The Return of Depression Economics*, New York : Norton & Cie

KYDLAND F.E. AND E.C. PRESCOTT [1982] : 'Time to Build and Aggregate Fluctuations', *Econometrica*

LAIDLER D. [2008] : 'Axel Leijonhufvud and the Quest of Microfoundations' in R.E. FARMER (ed) *Macroeconomics in the Small and the Large*, Cheltenham : Edward Elgar.

LAIDLER D. [2009] : 'Lucas, Keynes, and the Crisis', Department of Economics Research Report Series, University of Western Ontario

LAIDLER D. [2010] : 'The Monetary Economy and the Crisis', Department of Economics Research Report Series, University of Western Ontario.

LAYARD R., S. NICKELL AND R. JACKMAN [1991]) : *Unemployment : Macroeconomic Performance and the Labour Market*, Oxford : Oxford University Press.

LEIJONHUFVUD A. [1973] : 'Effective Demand Failures', *Swedish Journal of Economics* : 27-48 (reprinted in A. LEIJONHUFVUD [1981 a].

LEIJONHUFVUD A. [1977] : 'Cost and Consequences of Inflation' in G.C. HARCOURT (ed.) *The Microeconomic Foundations of Macroeconomics*, London : Macmillan

LEIJONHUFVUD A. [1981 a] : *Information and Coordination*, Oxford : Oxford University Press.

LEIJONHUFVUD A. [1981 b] : 'The Wicksell Connection' in A. LEIJONHUFVUD [1981 a].

LEIJONHUFVUD A. [1983] : 'What Was the Matter with IS-LM', in J-P FITOUSSI (ed) *Modern Macroeconomic Theory,* Oxford : Blackwell. Reprinted in LEIJONHUFVUD A. [2000].

LEIJONHUFVUD A. [2000] : *Macroeconomic Instability and Coordination*, Cheltenham :

LEIJONHUFVUD A. [2006] : 'Episodes in a Century of Macroeconomics' in D. COLANDER [2006]

LEIJONHUFVUD A. [2009 a] : Curbing Instability : Policy and Regulation', *CEPR Policy Insights* No 36.

LEIJONHUFVUD A. [2009 b] : 'Macroeconomics and the Crisis : a Personal Appraisal' ', *CEPR Policy Insights* No 41

LEIJONHUFVUD A. [2011] : 'Nature of an Economy', *CEPR Policy Insights* No 53

LUCAS R.E. [1972] : 'Expectations and the Neutrality of Money', *Journal of Economic Theory*, 4 (2) : 103-124.

LUCAS R.E. [1975] : 'An Equilibrium Model of Business Cycle', *Journal of Political Economy*,

LUCAS R.E. [1977] : 'Understanding Business Cycle', in K. Brunner and A.H Metzler eds, *Stabilization of the Domestic and International Economy*, Amsterdam and New York : North Holland.

LUNDBERG E. [1937] : *Studies in the Theory of Economic Expansion*, Reprints of Economic Classics, New York : Augustus Kelley.

MALINVAUD E. [1977]: *The Theory of Unemployment Reconsidered*, Oxford: Blackwell.

PATINKIN D. [1965] : *Money, Interest, and Prices*, New York : Harper and Row.

PHELPS E. [1967] : 'Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time', *Economica N S* 34 : 254-281.

RAJAN R. [2010] : *Fault Lines : How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton : Princeton University Press.

RICHARDSON G.B. [1960] : *Information and Investment : a Study in the Working of a Competitive Economy*, Oxford : Clarendon Press. Reed. 1990.

RODRIK D. [2011] : *The Paradox of Globalization*, New-York : Norton & Cie.

SAMUELSON P.A. AND R.M. SOLOW [1960] : «'Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy, *American Economic Review* 50 (2) : 177-

SILVESTRE J. [1993] : 'The Market-Power Foundations of Macroeconomic Policy', *Journal of Economic Literature* 31 (1) : 105-141.

SOLOW R.M. [1956] : 'A Contribution to the Theory of Economic Growth', *Quarterly Journal of Economics* 70: 75-94.

SOLOW R.M. [1998] : *Monopolistic Competition and Macroeconomic Theory*, Cambridge : Cambridge University Press.

SOLOW R.M. [2000] : 'Toward a Macroeconomics of Medium Run', *Journal of Economic Perspectives* 14 : 151-158.

STIGLITZ J.E. [1999] : 'Toward a General Theory of Wage and Price Rigidities and Economic Fluctuations, *American Economic Review* 89 : 75-80.

TOBIN J. [1972] : 'Inflation and Unemployment', *American Economic Review* 62 : 1-18.

TOBIN J. [1993] : 'Price Flexibility and Output Stability : An Old Keynesian View', *Journal of Economic Perspectives*, 7 (1) : 45-65.

TOBIN J. [1995] : 'The Natural Rate as a New Classical Macroeconomics', in R. Cross *The Natural Rate of Unemployment*, Cambridge : Cambridge University Press.

WOODFORD M. [2003] : *Interest and Prices : Foundation of a Theory of Monetary Policy*, Princeton N J : Princeton University Press.