



HAL
open science

Anatomie du désordre européen

Jean-Luc Gaffard, Francesco Saraceno

► **To cite this version:**

| Jean-Luc Gaffard, Francesco Saraceno. Anatomie du désordre européen. 2016. hal-03459209

HAL Id: hal-03459209

<https://sciencespo.hal.science/hal-03459209>

Preprint submitted on 30 Nov 2021

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.

Document de travail

2016-27

Anatomie du désordre européen

Jean-Luc Gaffard

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

Francesco Saraceno

OFCE Sciences Po, LUISS-SEP Roma

September 2016



Anatomie du désordre européen

Jean-Luc Gaffard* et Francesco Saraceno**

Ni les raisons structurelles du déclenchement de la crise, ni les moyens requis pour éviter qu'elle ne s'amplifie à très court terme ne sont, aujourd'hui, le principal objet de l'attention des gouvernements ni même de la plupart des économistes. La préoccupation lancinante, en Europe comme d'ailleurs aux Etats-Unis, tient à la lenteur de la reprise et à l'incapacité de trouver les moyens d'y remédier au point de faire resurgir l'hypothèse d'une stagnation séculaire.

Le débat se poursuit, notamment en Europe, entre ceux qui entendent mettre en œuvre des réformes structurelles tout en assurant la consolidation des budgets publics et ceux qui persistent dans l'idée qu'il faut accepter sinon amplifier les déficits publics pour soutenir la demande. Certes, des failles se font jour au sein de l'orthodoxie néo-libérale, conduisant certains à juger la récession en cours inutilement longue et douloureuse. Le bien fondé de la libération des mouvements de capitaux et de la consolidation budgétaire est questionné. Mais les réformes structurelles semblent épargnées, sauf à s'interroger sur le calendrier de leur mise en œuvre.

La question monétaire et financière s'en trouve curieusement occultée. Les tenants d'une orthodoxie keynésienne s'en tiennent à l'idée que la relance budgétaire par le canal de l'investissement public est le seul remède efficace sans davantage considérer le rôle de la monnaie. Les tenants de l'orthodoxie néo-libérale ne manquent pas d'analyser les défaillances du système financier et les interactions entre dette bancaire et dette publique, mais persistent dans l'idée que tout aurait pu aller mieux si les marchés de biens et du travail avaient été flexibles et si, de ce fait, monnaie et finance avaient pu rester neutres. Le vieil antagonisme entre keynésiens et monétaristes reste d'actualité sous de nouveaux atours.

Pourtant, dans une économie de marché faite d'innovations porteuses d'incertitude, les chocs réels affectent l'activité en raison des conditions monétaires et financières qui les entourent. Keynes peut ici être appelé en renfort, non pas en raison de son refus de l'austérité budgétaire en période de crise – un aspect de son analyse sur lequel l'accent a été trop exclusivement mis – mais en raison de son refus de dissocier la monnaie et le taux d'intérêt de l'emploi, plus largement les phénomènes monétaires des phénomènes réels.

Aussi, la pertinence des politiques macroéconomiques et des réformes structurelles, mêlant, en toute hypothèse, phénomènes réels et monétaires, devrait-elle être jugée à l'aune, non pas de leur aptitude à faire converger l'économie vers un état idéalisé de concurrence, mais de leur capacité à faciliter le choix d'investir et d'innover des entreprises. C'est de ce point de vue qu'il convient d'analyser la situation actuelle de l'Union Européenne, faite de croissance faible, de creusement des inégalités, de dualisme social, de divergence des performances des différents pays afin d'envisager les grandes lignes d'une évolution de l'architecture politique et institutionnelle susceptible de rompre avec ce qui apparaît comme une spirale du déclin.

* OFCE Sciences Po, Université Côte d'Azur (Université de Nice Sophia Antipolis et SKEMA Business School).

** OFCE Sciences Po, LUISS-SEP Roma.

SOMMAIRE

1. Les relations entre monnaie et emploi

L'indépendance du réel et du monétaire

Les effets réels de chocs monétaires

L'interaction entre le réel et le monétaire

Le keynésianisme de la synthèse

2. La nouvelle macroéconomie

La maîtrise perdue de la conjoncture

La révolution monétariste

Le nouveau consensus

La maîtrise imaginée de la destruction créatrice

Et si l'on parlait de choc structurel

3. Le mirage des réformes structurelles

Efficacité et échec des réformes

Le faux argument de l'innovation

Le développement du dualisme

La question salariale

Qu'en est-il des marchés de biens ?

La question financière

A propos de la flexibilité

4. La question européenne revisitée

Le modèle allemand

La convergence avortée

La stabilité menacée

Le dilemme budgétaire

L'impasse monétaire

5. Vers une nouvelle donne

La réforme bancaire et financière

Les moyens de la stabilisation

Diversité et cohérence de l'espace européen

Introduction

Nonobstant, à la fois, l'acceptation temporaire des déficits publics au lendemain immédiat de la crise de 2008 et le recours actuel, mais également temporaire, à des mesures monétaires qualifiées de non conventionnelles, la doctrine aujourd'hui dominante en matière de politique économique, se propose de régler les problèmes d'emploi et de croissance en ayant recours à des réformes structurelles visant à rendre les marchés de biens et du travail plus fluides ou plus flexibles, laissant à la Banque centrale le soin de contenir l'inflation ou d'éviter la déflation, sans que celle-ci ait vraiment à se préoccuper de stabilité financière. Cette doctrine trouve singulièrement à s'appliquer au sein de l'Union Européenne et plus particulièrement dans la zone euro. Elle concrétise une véritable révolution dans l'histoire des idées qui prend acte de l'échec des politiques keynésiennes dans les années 1970 et renverse la théorie sur laquelle ces politiques étaient fondées, du moins une théorie très simplifiée qui reconnaissait au gouvernement le pouvoir d'arbitrer au plus près entre inflation et chômage par le moyen d'une politique budgétaire discrétionnaire, quand le temps était à l'absence de pont entre la macro et la microéconomie.

Keynes a, ainsi, été doublement caricaturé par ses opposants comme par ses partisans qui en font, les uns et les autres, celui qui aurait pour seul et unique remède à proposer en toutes circonstances, la manipulation de la dépense publique. Pour preuve, la pauvreté du débat actuel en Europe autour de la question de l'austérité budgétaire. Certes, la gestion de la crise en Europe a montré toutes les limites des tentatives d'assainissement des finances publiques. En raison de ses effets récessifs, l'austérité imposée aux pays en détresse a échoué à atteindre cet objectif, tout en imposant des coûts inutiles à des économies déjà fragilisées par la crise financière. Ce serait, pourtant, une erreur de s'en tenir à cette question de l'austérité et de seulement débattre de la valeur présumée du multiplicateur de dépenses publiques. Les défaillances de la doctrine dominante sont, sans doute, plus profondes, et concernent la conception même de l'économie de marché, la façon dont les marchés fonctionnent et le rôle qu'y tient la monnaie.

Le principal message de Keynes dans *La Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie* (1936) est qu'il existe une étroite imbrication entre les phénomènes monétaires ou financiers et les phénomènes réels censés refléter l'état des technologies et des préférences. Toutes les variables sont influencées par les comportements monétaires et financiers. Prix et salaires sont exprimés en unités monétaires. Ils peuvent dévier de leur position d'équilibre pour de longues périodes sans que cela ne reflète une illusion monétaire, des anticipations irrationnelles ou des asymétries d'information (Tobin 1995). De ce fait, les marchés de biens et du travail, d'un côté, et les marchés financiers ou les marchés de crédit, de l'autre, sont étroitement dépendants les uns des autres. Ce sont, en outre, des marchés de concurrence imparfaite. Aussi analyser les causes du chômage et des fluctuations, comprendre la durée d'une récession suppose-t-il d'identifier le rôle joué, à la fois, par la monnaie et les imperfections de marché dans les choix opérés par les agents économiques.

Le plaidoyer actuel en faveur des réformes structurelles tendant à rendre plus fluides les marchés à commencer par le marché du travail rompt avec cette vision intégrée des problèmes de la monnaie et de l'emploi. Il conduit (i) à réduire la question du chômage au seul fonctionnement des marchés du monde 'réel', marchés du travail et marchés de biens, (ii) à cantonner l'action de la Banque centrale au seul contrôle de l'inflation, pour

la contenir et récemment pour la fixer à un niveau jugé raisonnable, (iii) à juger inutile, inefficace et finalement dangereuse une politique budgétaire active. Le moyen ou le long terme sont désormais privilégiés mais en supposant qu'ils sont déterminés par les seules forces réelles – les technologies et les préférences – qui constitueraient un attracteur incontournable de l'économie, identifié au taux de croissance potentiel et au taux de chômage naturel. La monnaie, dont la neutralité est postulée à long terme et recherchée à court terme en ayant recours à des règles intangibles, se trouve exclue de toute influence sur les performances globales de l'économie.

L'analyse de Keynes est aux antipodes de cette position dogmatique qui était déjà celle des classiques, qui font de la neutralité de la monnaie et de la concurrence parfaite sur les marchés la condition du plein emploi. Non seulement, il juge que la monnaie est essentielle, mais il considère que la concurrence monopolistique et la négociation bilatérale sur les marchés de travail sont les conditions normales de la détermination des salaires sans en faire la cause du chômage.

En fait, c'est d'un véritable retour en arrière auquel nous assistons. La macroéconomie contemporaine, y compris quand elle prétend articuler le court et le long terme suivant une approche stochastique et apparemment dynamique, reprend les deux propositions de la macroéconomie pré-keynésienne : les chocs monétaires n'ont pas d'effets réels et les chocs réels n'ont pas de conséquences monétaires.

L'Union Européenne s'est trouvée être le terrain privilégié d'expérimentation de ce nouveau consensus qui veut qu'il soit répondu à la crise en imposant la neutralité monétaire et budgétaire, et ce faisant, en contraignant les Etats à mettre en œuvre les réformes structurelles visant à rendre les marchés plus concurrentiels. Mais au lieu qu'il s'ensuive, à la fois, la convergence de performances entre les Etats membres de la zone euro et le retour de la croissance, un piège se referme, source de divergences réelles et de stagnation, qui pourrait conduire à l'éclatement de l'Union Européenne. La question est, dès lors, posée d'une réorientation des politiques économiques, aussi bien globales que structurelles. Sans doute les politiques globales devraient-elle être davantage actives et les réformes structurelles repensées pour faire place aux problèmes de coordination, plutôt que de s'en tenir au seul effet des incitations avec en ligne de mire le mode de gouvernance des entreprises et les formes d'organisation du système financier.

La nouvelle macroéconomie a, toutefois, ceci d'intéressant qu'elle nous fait sortir du cadre du court terme et conduit à s'interroger sur les propriétés de l'économie à moyen terme soit sur l'impact des chocs structurels auxquels l'économie de marché est confrontée. Les réformes structurelles promues sont souvent justifiées en raison de leur impact sur l'affectation des ressources rendue nécessaire par des changements de technologies ou de préférences, et par suite sur la capacité d'innovation de l'économie, son taux de chômage et son taux de croissance potentiel. Aussi est-ce au regard de l'objectif d'innovation et de croissance qu'il est opportun de reprendre la discussion initiée par Wicksell et reprise par Keynes, mais largement occultée par la suite, sur la façon dont interagissent les phénomènes réels et monétaires dans une économie confrontée à des changements structurels récurrents. Les conclusions quant au mode de fonctionnement des marchés pourraient s'en trouver sensiblement modifiées et avec elles le diagnostic de la situation européenne ainsi que les remèdes que celle-ci requiert.

La proposition implicite est qu'il est illusoire de vouloir répondre au défi de la crise européenne sans procéder à une révision théorique. Cette révision se veut un retour à Keynes, celui qui entend traiter du problème de l'emploi en le rapportant aux phénomènes monétaires et financiers. Mais elle se veut aussi un pas en avant dans la façon de comprendre cette relation. L'idée que l'on entend développer est que la nature des investissements, donc la croissance, dépend du volume des capitaux engagés et de la durée de cet engagement (et pas simplement du taux d'intérêt) et que ce degré d'engagement, qui reflète l'horizon temporel des décideurs, dépend des institutions et des modes de gouvernement qui leur sont associés. C'est dire que la question qui se pose à l'Europe est une question institutionnelle dont la complexité réside dans la diversité des variétés de capitalisme qui la composent.

Aussi, ce qui suit, sera-t-il organisé en cinq chapitres. Le premier traitera des relations entre monnaie et emploi qui constituent le cœur de la théorie de Keynes, quoique largement occulté dans les développements qui s'en sont réclamés. Le deuxième chapitre proposera une lecture critique de la nouvelle macroéconomie, laquelle a largement inspiré la construction de l'Union Européenne. Le troisième chapitre révélera l'inconséquence de réformes structurelles consistant à rendre flexibles les marchés de bien et du travail. Le quatrième chapitre énoncera, suivant la perspective théorique qui a été tracée, les différentes dimensions de la question européenne. Le cinquième chapitre explorera les pistes de réformes en vue de construire une nouvelle donne dont l'objectif est de concilier cohésion et diversité de l'Union Européenne en rupture avec la recherche d'une certaine flexibilité garantissant le caractère optimal de la zone euro.

1. Les relations entre monnaie et emploi

Les moments clés de l'histoire économique contemporaine ont souvent mis à mal les idées établies et provoqué de véritables révolutions dans l'histoire de la pensée comme en matière de politique économique, qu'il s'agisse de la Grande Dépression, de l'épisode de croissance forte et régulière après la Deuxième Guerre mondiale, de la Grande Inflation des années 1970, de la Grande Modération qui a suivi et, finalement, de la crise ouverte en 2008. Ces ruptures s'inscrivent dans un débat récurrent concernant la nature des relations entre phénomènes monétaires et phénomènes réels, entre inflation et chômage, entre court et long terme, entre politiques macroéconomiques et politiques structurelles.

L'indépendance du réel et du monétaire

La macroéconomie qui prévaut avant la Grande Dépression n'est autre que la version simplifiée de la théorie walrasienne de l'équilibre général des marchés. Elle postule l'existence d'un mécanisme d'ajustement instantané des prix censé assurer une totale et immédiate coordination, autrement dit un équilibre spontané entre offre et demande sur le marché des biens, sur le marché des fonds prêtables (des nouvelles émissions de titres) auquel est réduit le marché financier et sur le marché du travail. Suivant ce modèle, un excès de l'offre de biens sur la demande devrait être résorbé par une baisse du prix, un excès d'épargne faisant suite à une chute de l'investissement devrait être résorbé par une baisse du taux d'intérêt. Un excès de l'offre de travail devrait être résorbé par une diminution du taux de salaire. Les mécanismes de marché sont seuls en cause sans qu'il soit question ni de réelles interactions entre les différents marchés, ni d'enchaînements cumulatifs. Le monde ainsi décrit est, en outre, un monde dichotomique dans lequel secteur réel et secteur monétaire sont dissociés. Préférences individuelles et propriétés des technologies sont les données fondamentales sur la base

desquelles sont fixés les prix relatifs et les quantités offertes ou demandées de chaque bien. La quantité de monnaie en circulation détermine uniquement le niveau général des prix et n'interfère donc pas avec les prix relatifs et les quantités échangées. Cette monnaie n'est qu'un voile. Dans ce monde, les chocs monétaires n'ont pas d'effets réels et les chocs réels n'ont pas de conséquences monétaires (Leijonhufvud 1981).

Suivant cette analyse, les déboires de l'économie, et notamment le chômage, ne peuvent venir que des rigidités entravant le bon fonctionnement du mécanisme des prix. C'est ainsi qu'est dénoncé, au début des années 1930, le rôle pervers des indemnités versées aux chômeurs en tant qu'elles empêchent la baisse des salaires nominaux en présence d'un excès de l'offre sur la demande de travail (Rueff 1931).

Les effets réels de chocs monétaires

La monnaie n'est pas absente des réflexions sur l'origine et le déroulement des fluctuations. Wicksell (1898), dont les travaux sont à l'origine d'un courant de pensée aux multiples ramifications (Laidler 2007, Leijonhufvud 1981) propose une théorie des fluctuations qui retient comme cause première les chocs exogènes de productivité, mais souligne aussi le rôle potentiellement amplificateur et perturbateur des facteurs proprement monétaires. Il entend, en effet, montrer en quoi les écarts entre le taux d'intérêt naturel, qui reflète la productivité du capital investi par les entreprises, et le taux d'intérêt du marché (le coût du capital) fixé par les banques – sont générateurs de distorsions. Quand les perspectives de profit sont meilleures, le taux d'intérêt naturel augmente et les entreprises décident d'investir plus. La hausse de la demande de fonds prêtables qui en résulte fait face à une hausse équivalente de l'offre de fonds prêtables (de l'épargne). Ceci pourvu que les banques s'en tiennent à une stricte activité d'intermédiation et n'injectent pas de crédits supplémentaires, ce qui suppose qu'elles augmentent leur taux d'intérêt pour le garder au niveau du taux d'intérêt naturel. A défaut, l'investissement excède l'épargne, la demande excède l'offre de biens aboutissant à une hausse des prix qui persiste tant que le taux d'intérêt du marché reste inférieur au taux naturel.

Hayek (1931, 1933) met à son tour l'accent sur les dysfonctionnements du système financier qu'il attribue, comme Wicksell, à des écarts entre le taux d'intérêt naturel et le taux fixé par les banques, mais pour en analyser les effets réels sur la structuration de l'activité entre production de biens capitaux et production de biens de consommation.

Suivant son analyse, quand le taux d'intérêt est inférieur à sa valeur naturelle (sa valeur de neutralité), les entreprises sont encouragées à emprunter auprès des banques pour investir. Les facilités de crédit ainsi accordées conduisent à une distorsion dans la distribution des ressources en faveur des biens capitaux et au détriment des biens de consommation qui s'analyse comme forme d'épargne forcée. Un déséquilibre existe qui tient à ce que les volumes investis vont au delà de la volonté des agents de sacrifier la consommation courante au bénéfice de la consommation future. Quand l'erreur est perçue, la production de biens d'équipement chute, le boom arrive à son terme et le chômage se développe.

Cette analyse capture certaines des caractéristiques d'une économie réelle, à savoir, concrètement, l'excès de production dans des secteurs comme l'immobilier de bureaux ou les équipements de haute technologie. Elle met en évidence l'existence de comportements tels que l'investissement est trop élevé au regard de la consommation.

Mais les fluctuations restent d'origine purement monétaire et il n'y a pas de place pour une intervention publique sinon pour veiller à maintenir la concurrence sur les marchés et prévenir les dérives du système bancaire. Les perturbations, quand elles existent, viennent du comportement du secteur bancaire.

Robertson (1926) considère, comme Wicksell, que les fluctuations sont d'abord des fluctuations réelles dues à des chocs technologiques. Cependant, le fonctionnement du système monétaire et financier est susceptible de provoquer des fluctuations inappropriées du produit et de l'emploi. Le but de la politique monétaire est, alors, de permettre les fluctuations nécessaires et de prévenir celles qui ne le sont pas. La crise nourrie par le surinvestissement affecte des secteurs particuliers de l'économie plutôt que le stock de capital dans son ensemble de telle sorte que la place existe pour la stimulation de dépenses, y compris des travaux publics, au bénéfice des secteurs qui ne sont pas touchés par le surcroît d'investissement privé. Des politiques monétaire et budgétaire actives sont possibles.

L'interaction entre le réel et le monétaire

Keynes s'inscrit dans une filiation Wicksellienne (Leijonhufvud 1981, Laidler 2007) en mettant l'accent sur les conditions dans lesquelles se fixe le taux d'intérêt. Mais, alors, que chez Wicksell le taux d'intérêt est déterminé par l'excès du flux de demande de fonds prêtables sur le marché des crédits bancaires, chez Keynes, il est gouverné, sur le marché financier, par l'excès du flux de demande de financement via l'émission de nouveaux titres, mais aussi par l'excès de demande portant sur le stock de titres existants. Dans ces conditions, le scénario suivant peut être imaginé (Leijonhufvud 1981). Si l'efficacité marginale du capital (le taux de profit anticipé) décline et avec elle le volume des dépenses d'investissement, la demande de nouveaux titres au taux d'intérêt courant excède leur offre, entraînant normalement une baisse du taux d'intérêt et une hausse des prix des titres. Sauf que le marché financier devient baissier, les détenteurs de titres s'attendant à une baisse des prix des titres les vendent pour détenir de la monnaie. Le taux d'intérêt s'établit, alors, à un niveau supérieur à celui qui garantirait un équilibre de plein emploi, d'autant que la chute du revenu s'accompagne d'une chute de l'épargne et donc de l'offre de fonds.

Ce scénario est conforme au déroulement des événements qui ont conduit à la Grande Dépression. Corrélativement à l'excès de dépenses d'investissement des entreprises et en dépit d'une chute prévisible de l'efficacité marginale du capital, une euphorie financière s'est d'abord manifestée, alimentée très largement par les possibilités d'endettement offertes aux investisseurs. Le retournement des anticipations de prix des titres était, alors, inévitable, précipitant l'économie dans la crise financière puis bancaire. Une baisse des prix et des salaires, loin de résorber les déséquilibres, ne pouvait que les amplifier du fait du mécanisme de déflation par alourdissement de la dette.

Cette interprétation de l'analyse de Keynes (Leijonhufvud 1981), conçue comme une interpolation entre le message du *Traité sur la Monnaie* (1931) focalisé sur les mouvements de prix et celui de la *Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt de la Monnaie* (1936) focalisé sur les variations du revenu et de l'emploi, a le grand mérite de poser en principe l'étroite interaction entre phénomènes réels et monétaires via les conditions dans lesquelles le taux d'intérêt du marché est déterminé et l'écart qui peut continuer d'exister avec le taux d'intérêt naturel.

Le modèle de la *Théorie Générale* constitue une rupture non pas seulement parce qu'il traite du niveau du produit et de l'emploi, mais aussi parce qu'il retient comme seule

explication de la détermination du taux d'intérêt la théorie de la préférence pour la liquidité (Leijonhufvud 1981). L'épargne est passive et déterminée par l'investissement via le revenu : le comportement d'épargne n'intervient en rien dans la détermination de l'accumulation du capital et de la croissance. Il arrive seulement qu'une propension à épargner plus élevée conduit à un niveau moins élevé du produit et de l'emploi pour un niveau donné de l'investissement, ce que l'on dénomme le paradoxe de l'épargne. L'investissement est gouverné par les 'esprits animaux' des entrepreneurs. Le taux d'intérêt est uniquement déterminé sur le marché secondaire des titres par la préférence pour la liquidité, soit comme résultat d'un arbitrage entre monnaie et titres. Les détenteurs de titres sont seulement intéressés aux prix futurs de ces titres et n'ont plus aucune raison de considérer les forces réelles de la productivité et de l'épargne. Toute référence à un taux d'intérêt naturel (même un pseudo taux naturel) est abandonnée et, avec elle, toute préoccupation quant aux conditions de croissance. De quelque manière, le taux d'intérêt est privé de son rôle de coordination entre l'investissement et l'épargne. Il ne constitue plus une variable significativement importante. La théorie monétaire n'a plus de réelle finalité.

Le keynésianisme de la synthèse

Le keynésianisme de la synthèse néo-classique, qui a pu faire l'objet d'une acceptation générale et dont les initiateurs sont principalement Hansen (1953) et Modigliani (1944), maintient une forme de séparation entre l'économie d'échange réel et l'économie monétaire. La raison en est que l'investissement des entreprises n'est pas réputé sensible au taux d'intérêt et ne dépend donc que des 'esprits animaux' des entrepreneurs. Le constat d'abord empirique a une connotation théorique évidente : les forces réelles de l'économie redeviennent indépendantes des forces monétaires. Ce qui a pour corollaire qu'une hausse de la dépense publique n'entraîne aucun effet d'éviction de la dépense privée. Les détenteurs du capital financier procèdent à un choix de portefeuille impliquant d'arbitrer entre risque et rendement (Tobin 1958). La demande de monnaie pour un motif de spéculation tend à disparaître. Du coup, monnaie et politique monétaire ne sont plus vraiment l'objet de préoccupations analytiques, faute de considérer les défauts d'ajustement du taux d'intérêt en réaction aux choix réels et financiers. Quand l'efficacité marginale du capital diminue, le taux d'intérêt s'ajuste pour égaliser offre et demande de monnaie sans véritable effet en retour sur l'investissement. L'ampleur de cet ajustement dépend, alors, de l'élasticité-intérêt de la demande de monnaie y compris et bientôt principalement de la demande de monnaie à des fins de transaction (Tobin 1956).

La controverse prend place sur un terrain qui semble uniquement empirique entre keynésiens et monétaristes. Pour les keynésiens, non seulement, l'investissement privé n'est pas sensible aux variations du taux d'intérêt, mais une faible variation du taux d'intérêt suffit pour que la demande de monnaie s'ajuste à l'offre. Il en ressort effectivement que l'arme budgétaire est le moyen privilégié de régulation conjoncturelle. La position des monétaristes est à l'exact opposé. La forte sensibilité de l'investissement privé au taux d'intérêt et la faible sensibilité de la demande de monnaie rendent la politique budgétaire inefficace et la politique monétaire efficace.

Il n'est pas étonnant, dans ces conditions, que, pour les keynésiens eux-mêmes, la rigidité des salaires redevienne l'explication privilégiée du chômage, l'explication faisant référence à la préférence pour la liquidité devenant un cas limite (Modigliani 1944). La discussion ne

porte plus alors que sur les moyens politiques d'y pallier. Le taux d'intérêt, soit n'exerce pas de véritable influence, soit est, implicitement, un taux naturel.

Pourtant la leçon générale, qui aurait dû être tirée de l'analyse de la Grande Dépression mais valable en toutes circonstances, est que les réactions aux déséquilibres perceptibles à court terme façonnent le profil de l'économie à long terme, signifiant que la monnaie ne peut jamais être neutre pas plus que la configuration des marchés de biens et du travail ne peut être indépendante des choix monétaires et financiers. Keynes n'écrivait-il pas dès 1923 que « le long terme est un guide trompeur pour les événements actuels. A long terme nous serons tous morts. Les économistes se donnent une tâche trop facile et trop inutile si, dans une période orageuse, ils se contentent de nous dire que quand la tempête est passée l'océan redevient calme » (Keynes 1923, p. 65).

2. La nouvelle macroéconomie

Il n'est pas possible de comprendre l'insistance mise, aujourd'hui, sur la nécessité de mettre en œuvre des réformes structurelles afin de réduire le chômage qualifié de naturel sans la mettre en perspective avec la mutation intellectuelle faisant suite aux difficultés sinon aux errements de politique économique que révèle la perte de maîtrise de la conjoncture au cours des années 1970. Le propre de cette mutation a été de dissocier les déterminants de l'inflation de ceux du chômage à moyen terme sinon à court terme sans, pour autant, s'enquérir de la nature de la croissance et de l'impact des chocs structurels.

La maîtrise perdue de la conjoncture

Comme nous venons de le voir, le poids reconnu par Keynes aux phénomènes monétaires et financiers est largement ignoré des analyses développées dans les années 1950 et 1960, qui se veulent une synthèse entre les positions néo-classiques et les positions keynésiennes. Quoique ne relevant pas de la tradition walrasienne, le modèle dit IS-LM est un modèle d'équilibre général qui peut s'accommoder de différentes hypothèses (Laidler 2008). Il en est ainsi des hypothèses relatives à la volatilité des anticipations de profit des entrepreneurs ou à celle des anticipations de prix des titres des détenteurs de capitaux. Elles finissent par être ignorées *de facto*. Hicks lui-même n'a-t-il pas relevé l'incohérence à les prendre ensemble en considération quand le temps des anticipations de profit – l'année – n'était pas du même ordre que celui des anticipations de taux d'intérêt – la journée, empêchant de concilier leur prise en considération (Hicks 1983).

En fait, l'attention se déplace de la détermination de ces anticipations de profit et de taux d'intérêt vers celle du niveau des prix qui ne peut plus être considéré comme fixe. La dépense continue d'être la source du revenu et de l'emploi, mais désormais le niveau d'emploi (ou de chômage) détermine celui des salaires et, par suite, celui des prix. L'adjonction au modèle de la courbe de Phillips réputée stable, y pourvoit. Elle revient à considérer que le taux de variation des salaires monétaires est une fonction de la demande excédentaire de travail, avec pour corollaire que la lenteur des ajustements propre au marché du travail explique l'existence du chômage.

Il n'y a pas de pont entre la microéconomie et la macroéconomie de courte période, les fluctuations résultent des forces de la demande reléguées au court terme et isolées des forces de l'offre seules à structurer le long terme, en fait à définir le taux de croissance. La régulation conjoncturelle est censée maintenir l'économie au plus près du sentier de croissance potentielle défini dans un environnement parfaitement concurrentiel (Solow

1956). Elle consiste pour le gouvernement, fort de la stabilité présumée de la relation inverse entre taux d'inflation et taux de chômage, à arbitrer entre les deux. Elle a été effective au cours des années 1960 quand la croissance était forte et régulière, quand les entreprises pouvaient tabler sur la stabilité de cette croissance et effectuer des investissements à long terme, quand les variations du taux d'inflation comme du taux de chômage étaient d'ampleur limitée. C'était aussi une situation au cours de laquelle les liquidités étaient abondantes et les taux d'intérêt stables et faibles, les actionnaires avaient peu de pouvoir ou étaient patients, autrement dit sous des conditions monétaires et financières spécifiques pourtant systématiquement ignorées dans l'analyse.

Il y a, à la clé, un paradoxe quand l'on sait que la contre-offensive reposera sur l'aphorisme formulé par Friedman '*money matters*', alors que Keynes attribuait à cette même monnaie un rôle essentiel dans le déroulement des événements. En fait, pour les monétaristes, la monnaie compte car c'est elle qui est susceptible de créer des perturbations et, pour cette raison, c'est également elle qu'il faut neutraliser afin de laisser jouer librement les forces réelles. En l'occurrence, les perturbations procèdent du financement monétaire de la dette publique dans une tentative jugée infructueuse de réduire par ce moyen le taux de chômage. Le marché financier n'est pas concerné d'autant que la spéculation dont il est le siège est censée être stabilisatrice c'est-à-dire faire converger les prix des titres vers les valeurs fondamentales.

La révolution monétariste

La contre-offensive prend corps quand il va être question de traiter de la stagflation, mais elle s'appuie sur de nouveaux éléments de théorie économique qui consistent dans une reformulation de la relation entre inflation et chômage qui fait des anticipations d'inflation une variable explicative essentielle de l'inflation courante (Friedman 1968, Phelps 1967).

Cette reformulation à la fois évidente et banale change radicalement la perspective. Pour une raison simple : elle est couplée avec la proposition qu'il existerait un équilibre de longue période défini par les seules conditions d'offre (de technologie et de travail). Cet équilibre requiert que les anticipations soient confirmées, en l'occurrence les anticipations de prix, et il lui correspond un taux de chômage qualifié de naturel dont le niveau ne doit rien aux conditions de demande et tout aux conditions d'offre : l'offre de travail comme l'offre de biens, Friedman (1968) mentionnant dès l'abord que les imperfections de marché ne peuvent qu'augmenter ce taux de chômage.

Tout écart par rapport au taux de chômage naturel se résout en tensions sur les prix validées par la politique monétaire. Du coup, déterminants du chômage à moyen terme et déterminants de l'inflation (re)deviennent indépendants. La politique monétaire est inapte à altérer les variables réelles de l'économie à long terme. Quant au budget il devrait être neutre, le gouvernement ne pouvant que s'abstenir d'une politique discrétionnaire vouée à l'échec s'il est question de faire dévier l'économie de son équilibre de moyen terme. La théorie des anticipations rationnelles ne fait que radicaliser la conclusion : aucun écart à l'équilibre de moyen terme n'est plus possible y compris à court terme. La monnaie est toujours neutre.

Le fondement de cette analyse n'est autre que la théorie de l'équilibre général des marchés formulée par Walras, laquelle postule que le secteur privé est spontanément à l'équilibre lequel ne peut être perturbé que par une intervention forcément

inappropriée et finalement contrariée du gouvernement. Permettre, comme le font les modèles les plus récents (dynamique et stochastique), que les individus maximisent l'utilité tirée de leurs consommations successives et que la productivité soit affectée de chocs aléatoires ne change rien ni au diagnostic ni aux remèdes formulés.

Le nouveau consensus

Le rôle réintroduit de la monnaie a ceci de paradoxal que cette monnaie est supposée neutre à long terme, autrement dit n'avoir aucune influence sur l'équilibre structuré par les seules technologies et préférences. Au point que les fluctuations, ne pouvant désormais plus être attribuées à des fluctuations de l'offre de monnaie hors effet de surprise, refléteront les chocs aléatoires de productivité. Cette neutralité de la monnaie va de pair avec l'efficacité des marchés financiers signifiant que les prix des actifs financiers reflètent fidèlement ces fondamentaux que sont les technologies et les préférences.

Les pouvoirs reconnus aux salariés comme ceux reconnus aux entreprises font augmenter ce taux de chômage naturel signifiant tout simplement que la hausse du coût salarial ou la hausse du taux de marge conduisent à abaisser le niveau de production d'équilibre et le niveau d'emploi sans aucune autre forme de procès.

La théorie est globalement en place qui permet de justifier, d'un côté les réformes structurelles et, de l'autre, une politique monétaire rivée à cibler le taux d'inflation (en fait les anticipations inflationnistes) commandée par une Banque centrale indépendante, sans considération d'une exigence de stabilité financière dont on n'imagine pas qu'elle puisse être de nouveau menacée. La politique budgétaire active, devenue impotente à moyen terme, n'a plus de véritable sens. Autant, alors, retenir comme objectif l'équilibre des comptes publics qui assure la stabilité des anticipations de prix et l'absence d'effet d'éviction des investissements privés. La consolidation de ces comptes, que rendraient nécessaires des dérives passées peut, certes, entraîner une hausse du chômage, mais celle-ci est jugée transitoire. Revenu et taux de chômage naturel seront finalement rétablis, qui plus est à un taux d'inflation réduit. Il devient possible de réduire le taux d'inflation en même temps que le déficit budgétaire.

Si jamais les prix devaient être rigides pour quelque raison que ce soit, autrement dit ne pas réagir instantanément à un choc positif (négatif) de productivité, le ciblage d'inflation implique qu'en identifiant une possible hausse (baisse) des anticipations inflationnistes, la Banque centrale augmente (diminue) son taux d'intérêt directeur, casse ainsi ces anticipations, rétablit le taux d'intérêt réel à son niveau naturel et réduit l'écart entre la production effective et la production potentielle. L'économie est ainsi maintenue sur son sentier de long terme, lequel ne fait qu'enregistrer les fluctuations exogènes de la productivité.

Cette économie est tout entière contenue dans trois relations : la maximisation de leur utilité par les consommateurs commande la demande, le taux d'inflation anticipé commande l'offre, via la courbe de Phillips, et la règle de politique monétaire régit le taux d'intérêt en fonction du taux d'inflation et de l'écart du produit au produit potentiel. Sans doute, cette dernière relation reflète-t-elle fidèlement la façon dont la politique monétaire est désormais conduite, mais aucun rôle n'est plus attribué à la demande de monnaie ou à la demande de crédit. Le maniement du taux d'intérêt n'a pas d'autre fonction que de permettre un contrôle étroit du taux d'inflation via l'arbitrage imposé entre consommation courante et consommation future. Aucun lien n'est véritablement explicité entre ce taux d'intérêt et le volume de crédit effectivement distribué. Plus exactement, le volume de crédit est censé répondre à un mécanisme de

multiplication alors qu'en réalité les entreprises et les ménages obtiennent le montant de crédit qu'ils souhaitent au taux d'intérêt fixé, suivant un mécanisme de diviseur du crédit (Le Bourva 1962, Lavoie 1992).

La maîtrise imaginée de la destruction créatrice

L'équilibre de moyen ou long terme, rétabli dans sa qualité d'attracteur, est caractérisé par le taux de chômage naturel, lequel correspond au taux de croissance potentiel. Le taux de croissance potentiel est supposé n'obéir qu'aux forces de l'offre (offre de travail et offre technologique) dont il n'est vraiment tiré parti que dans un univers de marchés pleinement concurrentiels. Les marchés financiers sont, dans cette perspective, efficaces, produisant des valeurs des actions conformes aux fondamentaux que sont les technologies et les préférences. Ils sont, de ce point de vue, neutres. Sauf à considérer l'existence des imperfections sur les autres marchés et notamment sur les marchés du travail qui orienteraient les décisions d'investir. L'idée que la croissance procède d'une destruction créatrice n'est pas, pour autant, abandonnée. Son bon déroulement est garanti grâce à la prééminence des marchés d'actions, au pouvoir reconnu aux actionnaires et à la flexibilité du marché du travail.

La théorie moderne de la gouvernance d'entreprise s'inscrit dans ce schéma de pensée dans la mesure où elle justifie que le pouvoir reconnu aux actionnaires garantit la meilleure réallocation des ressources productives.

Elle retient comme principe que seuls les contrats liant les actionnaires sont des contrats incomplets. Ces derniers sont des créanciers résiduels et doivent supporter les risques entraînés par des investissements spécifiques impliquant des coûts de sortie élevés. C'est donc à eux que doit revenir la responsabilité d'orienter la stratégie de l'entreprise, autrement dit les choix d'investissement.

Pour que cela soit possible, il faut que la valeur de l'action devienne le critère de bonne gestion de l'entreprise. Les marchés financiers auraient, ainsi, l'avantage d'être plus efficaces que des managers devenus indépendants des actionnaires notamment quand il est question de déplacer les ressources productives des activités en déclin vers les activités émergentes ou de soutenir des activités entièrement nouvelles. Forcer les vieilles compagnies à adhérer plus rigoureusement au principe de maximisation de la valeur des actions réduirait, notamment, l'influence des salariés voulant sauvegarder leurs emplois, laquelle entraîne des délais coûteux, des investissements inappropriés et des efforts finalement vains pour épargner des emplois.

L'objectif est, en l'occurrence, de renforcer la capacité d'adaptation des entreprises aux changements intervenus dans l'environnement et de rendre efficace le processus de destruction créatrice. L'obstacle principal aux restructurations résiderait dans le degré de spécificité des investissements impliquant une diminution de leur valeur en dehors des arrangements initiaux et notamment de la relation d'emploi (Caballero et Hammour 1996). Un renforcement des règles de protection de l'emploi ne pourrait qu'accroître ce degré de spécificité et avoir pour conséquence la sclérose technologique, l'augmentation du taux de chômage, voire un travail sous-évalué. Les marchés financiers imposeraient, cependant, une discipline aux entreprises en créant les conditions leur permettant d'échapper aux contraintes dues à des rigidités sur le marché du travail et ce d'autant plus facilement que ces entreprises seraient elles-mêmes internationalisées et pourraient jouer des différences de systèmes sociaux.

Et si l'on parlait de choc structurel

La critique monétariste du keynésianisme a ouvert la voie au retour de la dichotomie entre sphère réelle et sphère monétaire donnant ainsi crédit à l'idée que le chômage peut être résorbé grâce à des réformes structurelles qui ne sont rien d'autre que l'accomplissement de la flexibilité des marchés à commencer par le marché du travail, les marchés financiers réputés efficaces devenant le guide des décisions d'entreprise. L'interrogation porte, ainsi, sur la fonction des marchés dans leur rôle de réallocation des ressources rendue nécessaire par des changements de technologie ou de préférences. Ce qui aurait, cependant, dû conduire à l'envisager en termes de réactions aux déséquilibres et à traiter des problèmes d'instabilité.

Les modèles de la nouvelle macroéconomie classique comme ceux de la nouvelle macroéconomie keynésienne, tous deux d'inspiration walrasienne, fondés sur le postulat de marchés continuellement équilibrés, ne permettent pas cette sorte d'analyse, ce dont Walras lui-même faisait état. «Il est, à cet égard, du marché comme d'un lac agité par le vent et où l'eau cherche son équilibre sans jamais l'atteindre. Il y a pourtant des jours où la surface du lac est presque horizontale ; mais il n'y en a point où l'offre effective des services et des produits soit égale à leur demande effective et le prix de vente des produits égal à leur prix de revient en services producteurs. Le détournement des services producteurs des entreprises en perte vers les entreprises en bénéfice s'effectue par des moyens nombreux dont le jeu du crédit est un des principaux, mais, en tout cas, par les moyens lents, (...) Et de même que le lac est parfois profondément troublé par l'orage, de même aussi le marché est parfois violemment agité par des crises, qui sont des troubles subits et généraux de l'équilibre » (Walras 1874 p. 580 cité par Laidler 2010).

De fait, dans une économie soumise à des chocs structurels récurrents en situation d'incertitude, les salaires réels et les prix dévient de leurs valeurs d'équilibre pour de longues périodes de temps, contraintes réelles et monétaires surgissent, signifiant par là même que variables réelles et monétaires interagissent. En fait, il n'existe pas, à proprement parler de variables réelles, mais seulement des variables d'une économie monétaire (Dos Santos Ferreira 1974, Tobin 1995). Ce que dit Keynes d'une économie en dépression, à savoir que le chômage empêche les ménages de communiquer une demande de biens au moyen de signes monétaires et que le versement d'une allocation aux chômeurs via le financement monétaire de la dette publique rétablit cette même demande, a une portée tout à fait générale. Une réallocation des ressources réelles pour s'adapter à des chocs structurels a des effets monétaires et financiers de même qu'en retour les conditions financières affectent les propriétés de cette réallocation.

Cette perception des choses était sous-jacente à l'explication proposée par Tobin (1972) de l'augmentation simultanée de l'inflation et du chômage alternative à l'explication monétariste. Cette explication reposait sur l'observation de l'hétérogénéité accrue d'une économie, soumise à un choc structurel, et partagée, de ce fait, entre des secteurs en expansion et des secteurs en déclin. L'hypothèse formulée par Tobin est que les entreprises du premier type de secteur réagissent en augmentant les salaires et les prix plutôt que les quantités et l'emploi alors que celles des secteurs du deuxième type réagissent à l'inverse en diminuant les quantités et l'emploi plutôt que les salaires et les prix. Dans ces conditions, une dispersion accrue des demandes excédentaires nettes, qui résulte de chocs structurels, ne peut que déboucher sur une hausse du taux d'inflation et du taux de chômage. L'asymétrie ici présumée n'est pas le fait de défaillances de

marché ou de comportements irrationnels. Elle rend compte de l'incertitude radicale (au sens de Keynes) impliquant, faute d'une information suffisante, une attente de la part des décideurs : attente des investisseurs d'un côté, qui se refusent à s'engager trop vite, attente des employeurs, de l'autre côté, qui entendent vérifier la nature du changement auquel ils sont confrontés. Le refus d'épuiser une capacité d'endettement comme l'exigence de rentabilité immédiate de la part des actionnaires sont le reflet de la réticence à s'engager et d'une préférence pour la liquidité entendue comme l'expression d'un choix séquentiel, le choix de préserver la gamme de choix futurs la plus large (Hicks 1974).

Il existe ainsi un taux d'inflation et un taux de chômage d'équilibre révélateurs de l'état de la structure de l'économie. L'un et l'autre peuvent être établis à court terme mais ils changent en continuation en même temps que change la structure de l'économie, quand des industries apparaissent et d'autres disparaissent sous l'effet des innovations. Il n'existe pas d'équilibre de moyen ou long terme impliquant que les anticipations sont réalisées. Le taux de chômage qui n'accélère pas le taux d'inflation (le 'NAIRU') n'a pas vocation à être qualifié de naturel ou d'optimal. Il dépend des caractéristiques institutionnelles des marchés, mais aussi de la distribution des offres et demandes sectorielles plutôt que de comportements de maximisation de l'utilité (Tobin 1995).

Il est bien question ici d'évolution à moyen terme, de destruction créatrice et des conditions monétaires et financières qui la caractérise, mais sans que soit déterminé *a priori* ni même qu'existe une position à moyen ou long terme de l'économie qui serait le reflet des seules données réelles comme si technologies et préférences étaient indépendantes du déroulement des événements dans une économie essentiellement monétaire. Le taux de chômage d'équilibre et le taux de croissance expriment, certes, un potentiel démographique et technologique, mais aussi les conditions monétaires de son obtention impliquant, en fait, que technologies et préférences sont le résultat et non une condition préalable de l'évolution.

Si monnaie et finance ne sont jamais neutres, il est inapproprié d'assimiler l'environnement institutionnel propice à maîtriser les chocs structurels à un état de pleine concurrence censé exister indépendamment d'elles. Forces réelles et monétaires interagissent. C'est à l'aune de cette réalité qu'il faut juger de la pertinence de réformes structurelles.

3. Le mirage des réformes structurelles

La lenteur de la reprise économique fait naître des doutes quant à la pertinence de certains aspects de l'agenda néo-libéral. Sont ainsi réévalués l'impact de la libération des mouvements de capitaux et celui de la consolidation budgétaire (Ostry, Loungani et Furceri 2016). En revanche, les réformes structurelles ne font pas vraiment l'objet d'un débat au sein de l'orthodoxie sinon pour s'interroger sur le calendrier de leur mise en œuvre. D'ailleurs, si le débat continue d'opposer l'hétérodoxie à l'orthodoxie, défenseurs des mesures de protection des salariés aux tenants de la flexibilité sur la question du marché du travail, un consensus s'est facilement établi pour condamner toute forme de pouvoir de monopole sur les marchés de biens.

Les réformes structurelles sont conçues dans la perspective d'une meilleure adaptation de l'économie aux chocs qu'elle subit. La flexibilité de l'emploi, à laquelle elles sont principalement dédiées, est censée permettre une meilleure allocation des ressources,

garantir que les créations équilibrent les destructions d'emplois impliquant que le potentiel de croissance est réalisé.

Ces réformes structurelles sont questionnées essentiellement en raison des effets d'hystérèse qui peuvent résulter d'une chute temporaire de la demande affectant la capacité de production et l'employabilité de la main d'œuvre. Ce questionnement est balayé quand il est fait état de la confiance qui serait immédiatement rétablie grâce à l'engagement de ces réformes dont chacun devrait alors convenir qu'elles sont efficaces à long terme et dont l'annonce ou en tout cas la mise en œuvre rapide suffirait à changer les comportements et à relancer la consommation et l'investissement.

Ces réformes s'entendent comme ne concernant que la dimension dite réelle de l'économie. Elles n'ont pas d'autre but que de diminuer le taux de chômage et si les salaires nominaux devaient baisser cela n'aurait aucune influence durable sur ce taux de chômage d'autant que la chute attendue des prix sur les marchés de biens devrait garantir la constance sinon la hausse des salaires réels. Comme si l'emploi et les salaires, contrairement aux enseignements de Keynes, n'entretenaient aucun rapport avec les conditions monétaires et financières qui prévalent dans l'économie et sont révélatrices de la façon de s'adapter aux ruptures d'équilibre.

Efficacité et échéancier des réformes

Au départ est l'affirmation qu'il existerait un consensus sur les effets bénéfiques à long terme des réformes structurelles. En réduisant les imperfections de marché elles augmenteraient le taux de croissance potentiel, et créeraient davantage d'espace pour la demande des ménages des entreprises et du gouvernement. En réactivant et en requalifiant la force de travail, elles permettraient que l'emploi réponde plus vite à une demande de travail plus élevée. Finalement, elles assureraient que la demande plus élevée aille vers les bons secteurs.

Resterait donc à se préoccuper de l'existence d'effets pervers à court terme (Eggertsson et alii 2014). Normalement, les réformes structurelles conduisent à des baisses de prix auxquelles la Banque centrale au sein d'une union monétaire répond en baissant son taux d'intérêt avec comme conséquence un boom à court terme des économies de la zone. En revanche, en période de crise quand le taux d'intérêt est à son niveau minimal (est égal à zéro), les anticipations d'une déflation prolongée accroissent le taux d'intérêt réel et dépriment la consommation.

Si l'économie devait se trouver piégée dans un état de quasi-stagnation du fait de taux d'intérêt nominaux à leur niveau plancher (zéro), ce pourrait être la cause du blocage des réformes structurelles pour des raisons politiques, en l'occurrence la montée en puissance des groupes dits populistes (Summers 2015). Aussi appartient-il à la politique macroéconomique de pallier cette déficience (Eggertsson et alii 2014). En toute logique ce devrait être une politique monétaire, non pas de baisse du taux d'intérêt devenue impossible mais d'assouplissement quantitatif censée permettre la satisfaction des demandes de crédit des ménages comme des entreprises de nouveau incitées à dépenser, dont il importe, en toute hypothèse, de mesurer les effets réels. A moins de revenir à la proposition de Solow (2004) suivant laquelle il est inopportun de faire des réformes structurelles en période de récession, voire de considérer comme nécessaire à court terme de soutenir l'existence de pouvoirs de marché (Eggertsson et alii 2014).

L'idée alternative est que les réformes structurelles peuvent être efficaces à court terme dès lors qu'elles conduisent les ménages à anticiper un revenu permanent plus élevé, les entraînant à réduire leur épargne de précaution et à augmenter leur consommation courante (Coéré 2014). Les politiques d'offre viendraient stimuler la demande.

La croyance en un tel scénario conduit à réviser l'ordonnancement des réformes. Un ajustement graduel créerait des anticipations déflationnistes et provoquerait une hausse des taux d'intérêt réels, prolongeant l'effet de contraction des réformes. Un ajustement immédiat en stimulant le revenu permanent, créerait, au contraire, des anticipations inflationnistes faisant baisser les taux d'intérêt réels (Coéré 2014). Cette alternative fait écho au débat relatif aux politiques de lutte contre l'inflation, quand il était question de choisir entre une politique brutale et rapide de restriction monétaire au prix d'une hausse forte mais de courte durée du chômage et une politique moins restrictive impliquant une hausse plus modérée mais durable du taux de chômage.

Bien sûr, ce scénario n'a de sens que si les réformes permettent effectivement d'accroître la productivité, autrement dit si la concurrence accrue sur les marchés de biens favorise l'innovation (Fernandez-Villaverde 2014) et si la flexibilité des marchés de travail favorise la réallocation des ressources humaines.

Cette analyse conduit à se poser deux questions. Peut-on accepter sans discussion l'idée que les réformes des marchés de biens et des marchés de travail ont des effets forcément bénéfiques à long terme ? Peut-on vraiment attribuer aux ménages (à un consommateur représentatif) la capacité de faire des anticipations rationnelles basées sur le vrai modèle de l'économie que serait le scénario proposé ?

Le faux argument de l'innovation

Sur le marché du travail, la flexibilité revendiquée n'est certes pas celle des salaires, mais celle de l'emploi : les employeurs doivent pouvoir embaucher et licencier librement ; les salariés doivent pouvoir changer de poste facilement. L'idée est qu'une protection excessive de l'emploi – en l'occurrence des obstacles institutionnels aux licenciements – est un frein à l'innovation et, donc, à la croissance des gains de productivité. La question salariale est laissée dans l'ombre.

L'hypothèse la plus fréquemment avancée est que les investissements dans les nouvelles technologies, étant très risqués, conduiront aussi bien à de nombreuses destructions d'emplois qu'à de nombreuses créations (Saint Paul 2002). La difficulté de licencier devient, alors, un obstacle à la mise en œuvre de ces investissements pourtant porteurs des gains de productivité les plus importants. Une plus grande flexibilité du marché du travail devient un facteur de croissance. Les pays aux marchés de travail rigides sont censés se spécialiser dans des secteurs de basse et moyenne technologie (de vieille technologie) à la différence des pays à marchés flexibles où les entreprises choisissent d'investir dans les secteurs de pointe. Les ressources en travail y sont retenues dans les secteurs à faible niveau de productivité.

Si l'on veut voir dans la destruction créatrice une simple affaire d'appariement entre offre et demande de travail au sein d'activités nouvelles frappées d'une forte turbulence due à une très forte concurrence, le chômage est un chômage de recherche impliquant que les licenciements concernent des personnels qui ont le plus souvent les qualifications requises et peuvent passer aisément d'une entreprise à l'autre, d'un emploi à l'autre. Les destructions d'emplois sont ici le résultat d'une sélection des

entreprises entrées en concurrence les unes avec les autres par le canal de l'innovation. Cette sélection se traduit, en fait, par une redistribution des emplois sans en altérer significativement le nombre total. Les salariés migreront d'autant plus facilement d'une entreprise à l'autre que les mêmes qualifications sont demandées, qui plus est souvent dans la même aire géographique. Les entreprises gagnantes ou survivantes peuvent, par ailleurs, avoir intérêt à cette mobilité dont elles attendent des transferts de connaissances et de compétences utiles à leurs propres projets. Elles le feront d'autant plus facilement qu'elles sont dans une situation de concurrence monopolistique sur leur marché qui leur assure une clientèle relativement captive. Il peut en résulter une hausse des salaires. Il y a peu de chances, alors, que la protection institutionnelle de l'emploi constitue un véritable obstacle à sa redistribution et puisse devenir un motif de ne pas s'engager dans les activités innovantes. Si les salariés s'attendent à retrouver un emploi facilement, les entreprises peuvent s'attendre à ce que les départs aient lieu sans difficulté majeure. En témoigne ce qu'il advient dans des zones d'emploi spécifiques du fait de la nature des emplois (de haute technologie) proposés et occupés, quoique soumises à des règles porteuses de rigidités : les travailleurs licenciés retrouvent très vite sur place un emploi correspondant à leur qualification comme c'est le cas là où les marchés du travail sont beaucoup moins rigides dont la Silicon Valley reste l'exemple emblématique, avec éventuellement comme corollaire une hausse des rémunérations. En témoigne aussi le fait que le récent ralentissement des gains de productivité est perceptible aussi bien aux Etats-Unis qu'en France alors même que les conditions de fonctionnement des marchés de biens comme des marchés du travail restent très différentes.

Le développement du dualisme

Les destructions d'emplois qui posent réellement problème concernent les activités en déclin. Ce n'est évidemment pas en gelant ces activités que le problème sera résolu. Des problèmes d'appariement entre offre et demande de travail se font jour. Une mobilité, professionnelle et géographique, des salariés concernés est requise. Réduire la protection de l'emploi et diminuer les salaires pour inciter à la mobilité n'est pourtant pas une solution d'autant que les entreprises en difficulté peuvent avoir intérêt à conserver des travailleurs quitte à leur assurer une formation interne. Une chute trop prononcée des salaires des travailleurs licenciés de secteurs industriels en difficulté et alors embauchés en contrats précaires dans des secteurs protégés à faible productivité, non seulement, affecte directement la demande, mais peut aussi contraindre financièrement ces travailleurs qui n'auront plus le temps ni les moyens financiers de se former, même s'ils y sont, en principe, incités par le différentiel de salaires avec les travailleurs qualifiés. Les ressources en travail libérées, loin d'être dirigées vers les activités de haute technologie mieux rémunérées, sont contraintes d'aller vers des activités où les emplois offerts sont peu ou faiblement qualifiés, parfois à temps partiel et le plus souvent précaires.

Les réformes structurelles contribuent, ainsi, à la montée du dualisme sur le marché du travail au même titre que la concurrence des pays à bas salaires qui pèse sur les emplois industriels : un effet qui peut, en outre, se trouver amplifié par la consolidation budgétaire. Elles ont pour principale conséquence une diminution des salaires dans tout un pan de l'économie. Les secteurs concernés sont souvent des secteurs non exposés à la concurrence internationale. Mais, ils correspondent à des activités qui entrent dans le coût de production des entreprises des secteurs exposés à la concurrence internationale. La baisse des salaires dans les secteurs non exposés contribue ainsi à la

compétitivité des entreprises des secteurs exposés. Mais au détriment de la demande domestique. Elle s'inscrit *de facto* dans une perspective de nature mercantiliste fondée sur la recherche d'excédents commerciaux permanents.

La possibilité d'échanger contractuellement, au sein de l'entreprise, un maintien dans l'emploi contre un allègement du coût salarial ne relève certes pas de la même logique dès lors qu'elle permet de lisser les fluctuations conjoncturelles de l'activité et de sauvegarder les compétences.

L'une des principales difficultés nées des restructurations nécessaires vient évidemment du temps nécessaire à l'accumulation du capital humain et au coût irrévocable qui lui est associé. Quand ce coût devient trop élevé au regard de la rémunération courante, l'individu ou le ménage concerné ne peut pas y faire face et ce d'autant que le marché du crédit n'étant pas parfait, il ne permet pas de gager correctement un emprunt éventuel sur le revenu futur.

Ce dualisme, en étant synonyme de creusement des inégalités et de déclin de la classe moyenne, affecte, non seulement, le volume global de la demande, mais aussi et surtout sa composition au détriment des segments d'activités porteuses de gains domestiques de productivité et, par suite, de croissance. Les plus riches achètent des biens de luxe fabriqués en petits volumes ou des actifs financiers et immobiliers. Les plus pauvres achètent des produits fabriqués à bas coût dans les pays à bas salaires. La classe moyenne en déclin n'a pas la capacité de maintenir à un niveau suffisant la demande de biens et services nouveaux sauf à pouvoir s'endetter.

Il faut, enfin, noter que les différences sensibles entre les Etats-Unis et les pays de la zone euro en matière de protection de l'emploi, d'intensité de la concurrence sur les marchés de biens et de services, de poids du secteur public et de la fiscalité et d'effort d'innovation n'empêchent pas que les gains de productivité sont aussi faibles chez les uns et les autres (Flash Economy Natixis 352). L'une des raisons pourrait bien être la montée du dualisme qui caractérise le marché du travail de part et d'autre de l'Atlantique.

La question salariale

Concrètement, l'exigence de réformes structurelles s'est inscrite dans une démarche de désinflation compétitive puis de désendettement compétitif. Leur but premier est de faire baisser les coûts salariaux, y compris les coûts de protection de l'emploi, de façon à favoriser une compétitivité immédiate en termes de coûts et de prix des pays qui s'y engagent. Le risque encouru est une baisse du niveau moyen des salaires nominaux, laquelle serait le fruit de la montée du dualisme du marché du travail.

La doctrine classique, celle d'avant Keynes, enseignait qu'une diminution des salaires nominaux n'avait pas d'impact sur la demande eu égard à la hausse du volume d'emploi qui devait s'ensuivre. En d'autres termes la demande effective était insensible au taux de salaire nominal. Or, comme le développe Keynes dans *la Théorie Générale* (1936 pp 257-272), cela suppose que resteraient inchangés la propension marginale à consommer, l'efficacité marginale du capital et le taux d'intérêt. Ce qui n'est manifestement pas le cas. Une baisse des salaires nominaux, si elle devait augurer de nouvelles baisses ultérieures, aura pour effet de diminuer l'efficacité marginale du capital. Cette même baisse de salaires, si elle devait attiser la défiance, ne devrait pas se traduire par une baisse du taux d'intérêt permise par l'accroissement des liquidités

libérées dès lors que celles-ci viendraient alimenter la circulation financière au détriment de la circulation industrielle pour reprendre ici les termes employés par Keynes dans le *Traité sur la Monnaie* (1931). L'investissement productif est, dans ce cas de figure, doublement pénalisé, par la baisse de l'efficacité marginale du capital et par la viscosité du taux d'intérêt (Leijonhufvud 1981, Dos Santos Ferreira 2014).

Ce dont Keynes faisait état pour expliquer que la baisse des salaires n'est pas une solution dans une économie en dépression reste d'une étonnante actualité quand il est question d'apprécier l'efficacité de réformes structurelles dont le principal défaut est de reposer sur une doctrine ignorante de la symbiose entre phénomènes réels et monétaires, en fait de la dimension monétaire des variables dites réelles. Ces réformes tendues vers la flexibilité accrue des marchés, conduisent à des réallocations de ressources humaines qui, via le dualisme créé, se concluent par une réorientation d'une partie de la force de travail vers des secteurs à moindre qualification, des baisses de salaires, un ralentissement des gains de productivité, une baisse de la consommation et une augmentation de l'épargne de précaution contrairement à ce que prétend la théorie qui veut que les ménages, confiants dans une hausse future de la productivité, deviennent plus optimistes, consomment plus, entraînant les entreprises à investir plus. Si elles dépriment la demande de biens de consommation, elles peuvent avoir pour effet de rétrécir l'horizon temporel des décideurs qui vont préférer détenir des actifs financiers que des actifs physiques avec à la clé des mouvements de capitaux préjudiciables à la stabilité financière.

Certes, le choix d'opérer des ajustements conformes à l'idée fausse que l'on se fait de l'idéal du marché appelle, le plus souvent, un compromis social. Les réformes structurelles entreprises, dans la mesure où elles peuvent mettre en péril la stabilité sociale, sont assorties de mesures de sauvegarde au bénéfice d'une fraction de la population. Toutefois, les catégories de la population bénéficiaires de ces mesures de redistribution ou d'accès aux biens publics qui leur assurent un bon niveau de revenu réel sont, le plus souvent, à l'abri de la contrainte de mondialisation, quand d'autres catégories sociales subissent les effets des conditions imposées par cette même mondialisation et les réformes structurelles qu'elle commande en termes de chute des revenus et de perte des emplois. Le dualisme s'en trouve conforté. La perte de confiance en l'avenir de la part des travailleurs, y compris de ceux qui sont encore protégés, qui choisissent d'épargner plutôt que de consommer, constitue un facteur supplémentaire de stagnation.

Qu'en est-il des marchés de biens ?

La question de la flexibilité du marché du travail reste ainsi sujette à controverse. La question de la flexibilité des marchés de biens ne fait pas, en revanche, apparaître le même clivage idéologique. Un consensus semble se dégager pour dire que des réformes visant à rendre plus concurrentiels les marchés de biens devraient systématiquement se conclure par une baisse des prix, une hausse du pouvoir d'achat et une hausse de la production et de l'emploi.

La macroéconomie de la concurrence imparfaite conclut dans ce sens (Silvestre 1993). Il y est supposé que la demande de travail dépend négativement du taux de salaire réel comme c'est le cas en concurrence parfaite. Mais, pour un même taux de salaire réel, le niveau d'emploi est plus faible en situation oligopolistique qu'il ne l'est en situation de concurrence parfaite. Sur un marché de concurrence oligopolistique, il peut même y avoir un chômage involontaire à un taux de salaire nul alors que le marché du travail est

parfaitement concurrentiel (D'Aspremont, Dos Santos Ferreira et Gérard-Varet 1989, 1990). L'augmentation de la dépense publique peut constituer un moyen de réduire le chômage quoiqu'il y ait de sévères restrictions. Cette analyse reste celle d'une 'économie d'échange réel', et non d'une 'économie monétaire de production', pour reprendre une expression employée par Keynes dans les travaux préparatoires de *la Théorie Générale*.

Rien ne permet, pourtant, d'affirmer qu'en longue période, quand les entreprises, confrontées au choix d'innover, doivent faire face à une incertitude radicale, la production et l'emploi sont plus faibles sur un marché du produit oligopolistique que sur un marché de concurrence parfaite. 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). 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. Cela concerne les entreprises aux activités complémentaires mais aussi celles qui sont en concurrence entre elles.

La difficulté de coordination porte moins sur la production courante que sur la production future et donc sur le volume des investissements. Les entreprises sont confrontées à un double défi : l'incomplétude de l'information de marché et l'irréversibilité des décisions d'investissement (Richardson 1960). En fait, elles ont à traiter de l'existence conjointe de deux délais : le délai de gestation de l'investissement qui s'écoule entre le moment de la décision et celui de la réalisation et le délai d'acquisition de l'information de marché, autrement dit de l'information sur la demande future au marché mais aussi celle sur les parts de marché. Ce traitement requiert de la part des entreprises concernées de chercher à coordonner leurs investissements respectifs. Sauf à ce que l'une ou l'autre pense, à tort ou à raison, être la seule à même d'exploiter une opportunité et d'asseoir une position de monopole.

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 incluant rigidités de prix et diverses formes d'accords ou de collusions devenus la condition pour innover (Schumpeter 1941, Richardson 1960).

Solow (1998) a pu souligner, à juste titre, que la concurrence imparfaite ou monopolistique, signifiant que l'entreprise contrôle son propre prix, constituait le fondement microéconomique de la macroéconomie et 'l'habitat naturel' de la théorie de Keynes. Sans doute faut-il aller plus loin et considérer qu'il s'agit non seulement de l'état normal de l'économie de marché sur lequel bâtir l'analyse macroéconomique, mais d'un état efficace au regard de l'objectif d'innovation.

La question financière

Mettre ainsi au centre de la réflexion non plus le marché du travail mais les marchés de biens en situation de concurrence imparfaite conduit à poser la question de l'organisation et de la gouvernance des entreprises dont dépendent les choix

d'investissement. La macroéconomie moderne ignore cette question. Plus exactement, elle retient comme acquis qu'une gouvernance efficace doit être basée sur la valeur des actions, laquelle est censée refléter les fondamentaux que sont les technologies et les préférences. Non seulement les marchés de travail et de biens doivent être flexibles (parfaitement concurrentiels) mais les marchés financiers, libérés de toute entrave, sont réputés efficaces. En d'autres termes, conformément au théorème de Modigliani et Miller (1958), la finance est neutre. Le propre de cette dernière analyse est d'assimiler strictement la propriété des actions avec celle de l'entreprise elle-même. La division entre la propriété (des actions) et le contrôle (de l'entreprise) est, alors, ce qui fait problème appelant des mesures rétablissant les actionnaires dans leur position de pouvoir vis-à-vis des managers. Ces derniers, en tant que créanciers résiduels, sont censés, en effet, être les seuls à même de pousser aux restructurations rendues nécessaires par l'innovation, pourvu, évidemment, que le marché du travail soit flexible.

Cependant, voir la séparation entre la propriété et le contrôle sous le seul angle des problèmes d'agence dans la perspective d'en réduire les effets méconnaît le fait qu'être propriétaire des actions n'est pas équivalent de l'être des actifs productifs, que l'entreprise cotée est une entité distincte de ses propriétaires, que l'actionnaire a seulement des droits sur l'entreprise qui sont, délibérément, contraints (Mayer 2013). La justification de cette construction juridique est qu'elle crée des opportunités nouvelles en permettant aux propriétaires du capital de s'engager auprès des autres parties prenantes. La délégation de l'autorité aux managers exécutifs n'est autre que la reconnaissance de l'existence, à côté des actionnaires, des autres parties prenantes dans l'entreprise, les salariés comme les fournisseurs et les clients, liés entre eux par des engagements réciproques.

Le divorce entre la société par actions et ses propriétaires affecte les conditions de financement et par suite la capacité d'investissement des entreprises. Les marchés financiers, en rendant compatibles les préférences temporelles opposées des offreurs et des demandeurs de capitaux, ont permis de drainer davantage d'épargne vers l'investissement et sont devenus un facteur de croissance. Pour autant, l'engagement collectif des actionnaires n'est pas simplement réductible à la capacité qui est offerte à chacun d'entre eux de vendre ses actions à d'autres prenant le relai. Le degré d'engagement, c'est-à-dire aussi bien le volume des capitaux engagés que la durée de cet engagement, est fortement dépendant de la structure de financement adoptée.

Ainsi, la distribution de dividendes ne saurait être considérée comme équivalente à la rétention de profits. Plus élevés sont les dividendes versés, plus fréquents sont les recours à des émissions d'actions pour financer l'activité, plus le contrôle est transféré entre les mains des actionnaires. La crédibilité de l'engagement de ces derniers vis-à-vis des autres parties prenantes dans l'entreprise peut s'en trouver modifiée et, le cas échéant affaiblie, suivant que l'actionnariat est dispersé, est principalement entre les mains d'une famille propriétaire, ou détenu par des fonds d'investissement.

Le financement bancaire classique présente cet avantage de permettre aux sociétés par actions de croître sans qu'il soit besoin de disperser la propriété, sans que les managers doivent se soumettre à l'activisme des fonds d'investissement ou aient à craindre des prises de contrôle hostiles. Il préserve, en principe, les intérêts de toutes les parties prenantes et participe du bon équilibre entre l'engagement et le contrôle. A l'inverse, la montée en puissance de la banque d'investissement ou banque à l'acte entraîne le développement de relations à plus court terme en même temps que moins de fonds

propres sont exigés pour protéger les clients. L'endettement augmente naturellement comme conséquence du poids croissant de la banque d'investissement vis-à-vis de la banque commerciale. Aussi, quand la crise survient, ce n'est pas juste la banque d'investissement qui est exposée, mais aussi la banque commerciale et, par suite, l'activité de crédit (Mayer 2013).

Ainsi, il en est de la flexibilité des marchés financiers comme de celle des marchés de biens et du travail : elle est loin de devoir constituer la référence qui doit guider les réformes structurelles. Bien au contraire, la régulation des activités bancaires et financières devrait figurer en haut de l'agenda de ces réformes.

A propos de la flexibilité

Si flexibilité il doit y avoir, elle doit s'entendre comme la capacité à ouvrir largement la gamme des options futures de développement grâce à l'enrichissement des compétences et non comme une flexibilité de réaction aux déséquilibres de marché (Amendola et Bruno 1990). Elle passe, paradoxalement, par les décisions conjointes des différents acteurs de s'engager pour une durée relativement longue, dont la réalité repose sur des formes variées de gouvernance concernant à la fois les marchés de biens, les marchés de capitaux et les marchés de travail, à condition de conserver chacune leur cohérence propre. Ainsi, une forte mobilité des salariés sur un marché externe du travail très actif ira de pair avec l'existence d'un capital risque développé qui assure un appui financier et technique des start-ups sur une période suffisamment longue. Un marché interne du travail prépondérant ira de pair avec un actionariat patient et un soutien des banques qui garantissent une forte tolérance à des résultats temporairement négatifs. Aucun de ces systèmes institutionnels n'est optimal. Chacun d'eux est cohérent et cette cohérence est le principal facteur de la croissance.

Plutôt que de vouloir contraindre les individus à passer sous les fourches caudines de règles censées assurer une pleine et entière concurrence à la façon des modèles d'équilibre général des marchés, l'objectif central des politiques publiques devrait être de faciliter le développement d'institutions variées susceptibles de favoriser l'innovation, l'apprentissage, l'adaptation, la fiabilité des engagements et, finalement, l'accomplissement de résultats efficaces, équitables et durables. En outre, l'un des principes d'une saine mondialisation devrait-il être la possibilité pour chaque pays de sauvegarder ses choix institutionnels domestiques et de refuser de se voir imposer une course au moins-disant fiscal et social, devenue le véritable sens de la recherche d'institutions présumées optimales.

Les réformes structurelles tendues vers la flexibilité accrue des marchés, si elles dépriment la demande de biens de consommation, peuvent avoir pour effet de raccourcir l'horizon temporel des décideurs qui vont préférer détenir des actifs financiers plutôt que des actifs physiques avec à la clé des mouvements de capitaux préjudiciables à la stabilité financière. A l'opposé, les rigidités de prix sont un facteur de viabilité, concourent à la stabilité financière en permettant un allongement de ce même horizon temporel des décideurs, en les aidant à sécuriser leurs investissements productifs et à réduire leur préférence pour la liquidité.

Ainsi, les réformes structurelles requises ne sauraient être opérées sans avoir la connaissance de la nature d'une évolution rythmée par des innovations dans une économie dont toutes les variables ont une dimension monétaire et financière. Rétablir

une dichotomie entre le réel et le monétaire impliquant de ne juger l'impact de ces réformes qu'en se référant au degré de concurrence sur les marchés de biens et du travail est forcément une impasse théorique et empirique.

4. La question européenne revisitée

Le diagnostic convenu concernant la question européenne était, avant que ne survienne la crise, que des avancées remarquables avaient été obtenues en termes de stabilité et de cohésion et que restait encore à stimuler une croissance, jusque là restée durablement faible, grâce avant toute chose à des réformes structurelles (Sapir 2004). Les faits ont démenti ce bel optimisme. Alors que croissance, stabilité et cohésion étaient les objectifs affichés, aucun d'entre eux n'est plus obtenu. Pourtant, sans que soient véritablement remis en cause les piliers de la doctrine.

L'étendue et la nature de ces réformes structurelles restent des sujets au cœur du débat économique. Les axes fondamentaux de la politique conçue dans les traités, qui s'inspire directement de la doctrine dominante, sont toujours d'actualité. La Banque Centrale Européenne doit concentrer son action sur le taux d'inflation et le maintenir à un niveau inférieur à 2%. Les réformes structurelles consistant à rendre les marchés plus flexibles et plus concurrentiels doivent permettre d'abaisser significativement le taux de chômage naturel. Quant aux budgets des pays membres ils doivent procéder de règles simples censées en garantir la neutralité.

La crise de 2008 a été contenue grâce à la résurgence d'une politique keynésienne, mais ce fût là, surtout en Europe, un intermède. La crise grecque, qui a mis à jour une gestion totalement irresponsable des finances publiques dans ce pays, a eu comme effet d'éteindre tout véritable débat quant à la pertinence de la doctrine dominante et des institutions ou règles qu'elle a inspiré.

La consolidation budgétaire des différents pays est redevenue la norme. Le nouveau pacte budgétaire appelé Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance, entré en vigueur en 2013, se présente même comme un durcissement du Pacte de Stabilité et de Croissance signé en 1997, obligeant les pays signataires à adopter la règle d'or budgétaire en l'incluant éventuellement dans leur constitution et à ramener le montant de dette publique à 60% du PIB dans un délai de vingt ans. Les réformes structurelles ont continué d'être promues et d'être considérées comme une condition de convergence des performances nationales. Quant à la Banque Centrale, elle recherche éperdument à ce que l'économie retrouve une inflation minimale en priant qu'une abondance de liquidités suffise pour y parvenir. La dichotomie entre économie réelle et économie monétaire reste la règle. Certes, les banquiers centraux entendent peser sur l'économie réelle, mais c'est en appelant derechef à la mise en œuvre des réformes structurelles, c'est-à-dire en imposant une politique qui repose sur cette dichotomie.

Le consensus qui se dégage actuellement sur les causes de la crise européenne ne déroge pas à ce schéma de pensée (Baldwin et alii 2016). La narration proposée peut être ainsi synthétisée. Des excédents commerciaux apparaissent chez certains pays de la zone euro en même temps que des déficits se développent chez les autres. Les flux de capitaux dont bénéficient ces derniers alimentent des investissements immobiliers et la consommation publique plutôt que des investissements productifs qui seraient susceptibles de provoquer un retournement de situation, ceci faute de réformes structurelles censées assurer la rentabilité de ces investissements. L'accent est mis sur l'articulation entre les dettes bancaires et les dettes souveraines, sur le cercle vicieux existant dans les relations entre les banques et leurs gouvernements nationaux, impliquant que les craintes quant à la solvabilité des

banques attisent celles sur la solvabilité des gouvernements et vice-versa. La faute incomberait à la prédominance du financement bancaire dont la conséquence serait la transmission des problèmes des banques à l'ensemble de l'économie, mais aussi à la rigidité des marchés de facteurs et de biens qui rendrait la restauration de la compétitivité lente et coûteuse en termes de produit et d'emploi. Dettes excessives et imperfections de marché, qui sont autant d'écart par rapport à un monde dichotomique idéal, continuent d'être pointées du doigt. Il reste que le fait dominant et le principal reproche formulé tiennent à l'absence de mécanismes qui auraient pu modérer les divergences de performance. C'est bien de cette question qu'il importe de partir : elle prend racine dans la façon dont les économies nationales répondent aux déséquilibres auxquels elles ont été et sont confrontées, à commencer par l'Allemagne dont le modèle se veut exemplaire.

Le modèle allemand

Le modèle allemand s'inscrit dans une tradition – l'ordo-libéralisme – qui remonte aux années d'après Deuxième Guerre Mondiale, laquelle repose sur plusieurs piliers : la stabilité monétaire, autrement dit l'éradication de l'inflation, des finances publiques saines, le refus de tout ce qui pourrait apparaître comme un contrôle centralisé de l'économie que ce soit, bien sûr, la planification, mais aussi une politique systématique de régulation globale d'inspiration keynésienne, la négociation décentralisée des salaires par les partenaires sociaux. L'Etat fixe les règles constitutives de cet ordre. Il doit, aussi, mener une politique sociale de manière à prévenir le développement des inégalités. C'est le sens qu'il faut donner à la notion d'économie sociale de marché qui doit allier liberté économique et justice sociale.

Les réformes structurelles concernant le marché du travail conduites dans les années 2000 pourraient sembler s'inscrire dans cette tradition. Toutefois, elles n'ont touché qu'un segment de ce marché et ont eu pour conséquence l'émergence d'un dualisme certes susceptible de favoriser la compétitivité des entreprises allemandes sur les marchés mondiaux, mais aussi de creuser les inégalités et d'affaiblir la demande interne en contradiction avec l'un des principes de l'ordo-libéralisme (ou de l'économie sociale de marché), précisément celui de la préservation d'une relative égalité. Il est difficile, dans ces conditions, de reconnaître à l'Allemagne une totale continuité comme d'en faire l'exemple sans ambiguïté des succès de la doctrine dominante.

La période qui commence, au début des années 1990, avec la réunification du pays et l'acceptation de la création d'une monnaie unique en Europe est faite de deux phases distinctes. Dans une première phase, la reconstruction des régions de l'Est exige des dépenses budgétaires très importantes et l'acceptation d'un déficit public non moins important. La phobie de voir l'inflation dérapé conduit alors à mettre en œuvre une politique monétaire restrictive avec à la clé une hausse durable des taux d'intérêts réels laquelle s'est généralisée à l'ensemble des pays de ce qui allait devenir la zone euro. L'investissement privé dans les nouvelles technologies est pénalisé, la croissance est faible, le chômage augmente, la balance commerciale se dégrade.

Au terme de cette phase qui coïncide avec l'introduction de l'euro au début des années 2000, les choix de politique économique changent. La priorité est donnée à la résorption du chômage et à la relance de la croissance grâce au développement des exportations. Une concession est, alors, faite à la doctrine avec la réalisation de réformes touchant au fonctionnement du marché du travail et impliquant d'en accroître la flexibilité. Dans le même temps, cependant, grand soin est pris des performances du secteur industriel

exportateur dont les mécanismes organisationnels et institutionnels, caractéristiques d'une économie coordonnée au sens de Hall et Soskice (2001), ne sont pas véritablement bouleversés (Carlin et Soskice 2009). Les relations entre employeurs et employés dans ce secteur restent des relations de long terme, les employeurs préférant des redéploiements internes, la négociation sur le temps de travail, l'apprentissage interne et le recours au chômage partiel plutôt que de s'en remettre au jeu des marchés externes du travail. Quitte pour les travailleurs à faire des concessions salariales en contrepartie de la sécurité de l'emploi. Les blocs d'actionnaires, dont l'engagement permet aux relations de long terme entre employeurs et employés d'exister, sont restés stables dans ces mêmes secteurs. Certes, des changements se sont produits dans la gouvernance des entreprises, marqués par plus de transparence et un engagement plus important des investisseurs, domestiques et étrangers, mais sans qu'il y ait de leur part une intervention active sur des choix stratégiques dont ils étaient, en réalité, satisfaits.

Le regain de croissance observé, essentiellement fondé sur le développement des exportations, est le résultat des stratégies industrielles suivies par les entreprises bien plus que de la recherche de flexibilité sur les marchés du travail. La pression sur les salaires, résultant à la fois des réformes structurelles et des concessions faites par les travailleurs protégés, a pu contribuer, à la marge, aux gains de compétitivité des entreprises du cœur industriel. Mais elle a surtout affaibli significativement la demande interne, un affaiblissement qui a pu affecter les exportations des principaux pays concurrents, à commencer par les autres pays de la zone euro. Elle est, en outre, à l'origine d'un dualisme accru laissant un large groupe, composé de travailleurs peu qualifiés, d'immigrants et de travailleurs des régions de l'Est, en dehors de beaucoup des bénéficiaires de l'Etat-providence.

La convergence avortée

La nouvelle synthèse alliant thèse classiques et thèses néo-keynésiennes prédisait la convergence des performances réelles des économies européennes en raison de l'application des préceptes de politique monétaire anti-inflationniste au niveau de la zone euro, de discipline budgétaire et de réformes structurelles dans les différents Etats membres. Les divergences observées démentent cette prévision. Peut-on sérieusement les attribuer aux retards mis dans la mise en œuvre des réformes structurelles ? Ou doit-on envisager, non moins sérieusement, les insuffisances de demande éventuellement liées à ces réformes ?

Les règles de gestion publique établies par les traités se sont imposées au détriment de la démocratie, illustrant singulièrement le paradoxe de la mondialisation (Rodrik 2011). Ces règles concernent essentiellement, comme on le sait, la gestion de la monnaie unique et des budgets nationaux. Elles privent l'Europe d'une arme essentielle du pouvoir monétaire qui est la qualité de prêteur en dernier ressort de la Banque Centrale. De ce fait, elles limitent la capacité d'endettement public des pays membres, qui reste bien inférieure en moyenne (93%) à celle des Etats-Unis (106%) et similaire à celui du Royaume Uni (89%). Mais là n'est peut-être pas le point le plus important. Se priver d'un outil de stabilisation s'est avéré d'autant plus dommageable qu'étaient mises en place les conditions d'une concurrence fiscale et sociale exacerbée entre les pays de l'Union européenne.

La constitution de la zone euro en créant une monnaie unique et en conservant la possibilité pour les Etats de fixer législations fiscales et sociales a créé les conditions d'une divergence de performances en même temps qu'une pression à des formes de

démantèlement de l'Etat providence. Les nations européennes sont entrées en compétition les unes avec les autres. Le type de subsidiarité retenu couplé à la doctrine incarnée dans les réformes structurelles est déterminant des conditions dans lesquelles cette compétition prend place. Une compétition qui ressemble étrangement à celle que se livrent les entreprises d'un même secteur alors qu'elle devrait se conclure avec l'obtention de gains mutuels et équitablement partagés.

Loin d'avoir concouru à la convergence des performances réelles, ces règles ont conforté les déséquilibres structurels et créé les conditions d'une divergence croissante rendant les arbitrages entre pays et la coordination de leurs politiques économiques de plus en plus difficiles. Elles n'ont pas eu les effets de neutralité qui en étaient attendus. Les excédents commerciaux des uns, de l'Allemagne notamment, se sont accompagnés d'un afflux de capitaux chez les autres, en Espagne et en Grèce particulièrement, qui les ont affecté à la consommation publique ou à des achats immobiliers plutôt qu'à l'investissement productif, avec pour conséquence de pérenniser et même d'aggraver les excédents des premiers et les déficits des seconds. L'argument parfois présenté est qu'en Espagne ou en Irlande le boom dans le secteur de l'immobilier serait dû au fait que les autres investissements n'étaient pas attractifs en raison des barrières à l'entrée, du manque de concurrence et de la faiblesse du capital humain, autrement dit en raison de l'absence de réformes structurelles. Il est alors soutenu que la mise en œuvre de ces réformes serait susceptible de rendre les investissements productifs rentables dans le futur, de stimuler la demande à rebours des effets présumés négatifs (Fernandez-Villaverde 2014). C'est évidemment poser des hypothèses bien hasardeuses sur les incitations à innover, faisant bon marché des conditions requises de coordination dans un contexte d'incertitude radicale. On voit mal, en effet, comment ces réformes auraient pu allonger l'horizon temporel des entreprises comme celui des banques.

La stabilité menacée

La flexibilité des marchés, couplée avec l'affaiblissement des stabilisateurs automatiques que constituent les formes avancées de protection sociale (Creel et Saraceno 2010), est un facteur de fluctuations éventuellement fortes et d'instabilité. Ces fluctuations peuvent être considérées comme normales sinon optimales et avoir concrètement pour effet de sélectionner les meilleurs projets et les meilleures entreprises (Phelps 2013). Toutefois, si l'on considère le cas des Etats-Unis, où les marchés sont flexibles, l'objectif visant à stabiliser les fluctuations et à contenir le chômage continue de prévaloir tant en matière monétaire que budgétaire. Les politiques conjoncturelles sont très réactives. En d'autres termes, le choix politique a été fait de réduire au minimum la capacité stabilisatrice du système social, mais pour confier cette capacité à la politique économique.

L'Europe, après la guerre, a fait le choix de mettre en place un Etat-providence très développé et donc de puissants stabilisateurs automatiques. Le traité de Maastricht, fondateur de l'Union Économique et Monétaire, a limité le rôle de la politique économique en instituant des règles budgétaires et monétaires. Ce choix pouvait apparaître cohérent tant que le modèle social européen, et donc le fonctionnement des stabilisateurs automatiques, n'était pas remis en cause, soit à condition de renouer avec la croissance. Ce ne pouvait plus être le cas quand les réformes structurelles tendant à rendre les marchés plus flexibles sont devenues le second pilier de la gouvernance

européenne. La capacité du système d'amortir les fluctuations ne pouvait que régresser et sa cohérence se perdre.

De fait, il existe un arbitrage entre flexibilité et stabilité au sein d'une zone monétaire dont l'optimalité est questionnée depuis le début de l'expérience (De Grauwe et Ji 2016). La théorie des zones monétaires optimales pousse à la réalisation de réformes structurelles visant à plus de flexibilité en arguant que c'est le moyen efficace de répondre à la survenue de chocs asymétriques. Ces chocs affectant la productivité ou les préférences sont réputés exogènes et permanents. Implicitement, la référence est toujours la même : la théorie de l'équilibre général des marchés qui veut qu'à toute nouvelle donne en ces domaines, un ajustement instantané des prix soit la meilleure et la seule solution. Mais qu'en est-il si les chocs sont endogènes et temporaires? La flexibilité pourrait n'être plus requise et même devenir dommageable (De Grauwe et Ji 2016). Les chocs dont il est question ici ne sont rien d'autre que les fluctuations inhérentes au fonctionnement des économies capitalistes de marché, les alternances de phases d'expansion et de récession dues à des ruptures de comportement qui frappent conjointement ces économies. La difficulté au sein d'une zone monétaire tient, alors, aux différences d'amplitude, plus qu'au défaut de synchronisation de ces fluctuations entre les différents pays, d'autant qu'il existe des phénomènes d'hystérèse les affectant. Les pays les plus touchés par la récession sont confrontés à une explosion de la dette publique. Contraints par les sorties de capitaux, ils tentent, en vain, de réduire leurs déficits. Dans le même temps, les pays moins touchés voient leur situation budgétaire s'améliorer. Les divergences de performances s'accroissent un peu plus. Le système est durablement déstabilisé.

Des réformes structurelles conduisant à une plus grande flexibilité des marchés de biens et du travail ne résoudront pas ce problème, car ne s'attaquant pas réellement à la cause de la divergence de performances qui est une allocation inefficace, sinon perverse, de l'excédent d'épargne des pays les moins touchés. Non seulement, elles ont des effets conjoncturels amplifiant la récession, mais elles ne créent pas les incitations à investir et à innover que l'on en attend faute d'élargir l'horizon temporel des entreprises comme des ménages. Dans ces conditions, l'exigence de stabilité devrait l'emporter sur la requête de plus de flexibilité pour la simple raison que la flexibilité devient un facteur d'instabilité (De Grauwe et Ji 2016).

La parenthèse budgétaire

Les recommandations budgétaires fondatrices de la zone euro sont le reflet de l'exigence de neutralité que véhicule la doctrine dominante. Il n'y a pas lieu, suivant cette doctrine, de concevoir un budget fédéral. Quant aux budgets nationaux, ils sont contraints par des règles qui doivent concourir à la réalisation de leur équilibre, qu'il s'agisse du plafond du déficit ou de celui de la dette publique en regard du produit intérieur brut, respectivement 3% et 60%. Aussi, les politiques nationales semblent-elles davantage être synchronisées que coordonnées en dépit des écarts de performances. La liberté conservée par chaque Etat dans le choix de l'orientation ses dépenses ne saurait faire illusion tant il est vrai que les exigences des créanciers comme de la Commission ou de la Banque Centrale Européenne, en cas de dérive, vont dans le même sens. Le degré d'activisme des politiques macroéconomiques devrait, cependant, être subordonné au degré de stabilisation (automatique) offert par les filets sociaux de sécurité, ce qui n'est pas sans rapport avec ce qu'il advient des réformes structurelles.

La référence à l'existence d'un équilibre de moyen ou long terme ou, d'ailleurs, à un équilibre inter-temporel qualifié improprement de dynamique, fait que l'on pense pouvoir ignorer les effets immédiats des mesures de consolidation budgétaire sur le revenu et l'emploi dans la mesure où ils supposés toujours temporaires. Sauf à considérer l'aspect proprement politique du problème en avançant l'argument que les contraintes budgétaires imposées à chaque étape peuvent conduire les gouvernements à repousser les réformes structurelles dont les effets bénéfiques ne seraient atteignables qu'avec le temps.

La crise ouverte en 2008 a, cependant, donné lieu à une réelle inflexion. Dès que la politique monétaire est apparue inopérante, des plans de relance budgétaire ont été mis en œuvre. Les pays de la zone euro n'ont pas fait exception même si les mesures prises ont été plus timides qu'aux Etats-Unis ou dans les autres pays avancés ainsi que le montre l'évolution des soldes primaires structurels (figure 1).

Mais ce ne fût qu'une brève parenthèse. Dès 2009, le discours sur la crise change et l'attention se porte sur l'envolée des dettes publiques. L'austérité budgétaire prend le pas, ce dont témoigne la formation d'un surplus structurel primaire signifiant que la contribution des dépenses publiques à la croissance est devenue négative. Certes, ce retournement n'est pas propre à la zone euro. A partir de 2011, toutes les grandes économies, y compris les Etats-Unis, sont allées dans le même sens. Mais aux Etats-Unis, la chute brutale de la contribution de la dépense publique à la croissance est intervenue en même temps que celle de la demande intérieure de consommation et d'investissement augmentait. Ce qui n'a pas été le cas dans les pays européens (tableau 1) qui ont replongé dans la récession.

En toute hypothèse, les données disponibles confirment que les tentatives de réduire la dette publique via les consolidations budgétaires ont eu pour effet d'augmenter encore le ratio de la dette au PIB en raison de leur impact négatif sur la demande privée et le revenu. L'échec des politiques conduites au sein de la zone euro ne pouvait que conduire à une certaine remise en cause de la doctrine dominante en matière budgétaire entraînant une réévaluation des mesures de la taille des multiplicateurs (Blanchard et Leigh 2013) et, plus largement, de l'efficacité des politiques budgétaires à court et long terme (Fatàs et Summers 2015).

Dans la pratique, la politique monétaire a été appelée à la rescousse avec l'idée que les facilités quantitatives pourraient stimuler la croissance.

L'illusion monétaire

Dans les années 1980, la politique monétaire rivée sur le seul objectif de contenir l'inflation a manifestement réussi, ce qui n'a rien de véritablement surprenant quand on sait qu'il suffit de restreindre la quantité de monnaie en circulation en augmentant le coût du capital pour empêcher les prix d'augmenter. L'inverse est loin d'être aussi clair. Il ne suffit pas, en effet, que les liquidités soient plus abondantes ou moins chères pour que le taux d'inflation augmente. L'expérience d'assouplissement monétaire quantitatif conduite par la Banque Centrale Européenne en témoigne. Cette expérience est allée jusqu'à introduire un taux zéro sur les prêts consentis aux banques et des taux négatifs sur les réserves excédentaires de ces mêmes banques ainsi que sur les refinancement sur des prêts consentis aux ménages ou aux entreprises, sans que cela n'ait, dans l'immédiat, d'effet significatif de relance de l'activité.

La raison en est que le volume de crédit est essentiellement endogène ; il dépend de la demande de crédit tout autant que de l'offre. Or la demande de crédit n'est pas uniquement réceptive au coût et au montant des liquidités disponibles (Le Bourva 1962, Lavoie 1992). Une trappe à liquidités existe, qui n'est pas celle qui se manifeste en période de crise financière aigue (quand les investisseurs croient unanimement dans la baisse des prix des actifs financiers et sont tenus de se désendetter). Elle réside dans la faiblesse des crédits effectivement distribués. Soit que les entreprises sont confrontées à une insuffisance de demande ou se refusent à emprunter compte tenu de l'incertitude qui pèse sur la demande future et du risque que font courir des investissements dont la période de gestation est longue. De fait, les récentes enquêtes confirment que la principale préoccupation actuelle des entreprises n'est pas l'accès au crédit, mais bien davantage la demande des clients et l'accès au travail qualifié (ECB Survey on the Access to Finance of Entreprises in the Euro Area 2016). Soit que les banques elles-mêmes et pour les mêmes raisons préfèrent rationner le crédit plutôt que de pratiquer un taux d'intérêt incorporant une prime de risque élevée génératrice de comportements excessivement risqués ou délictueux de la part des emprunteurs (le hasard de moralité). A cela s'ajoute que les banques régionales dont dépendent les petites et moyennes entreprises sont restées fragiles et réticentes à distribuer davantage de crédits, alors que les grandes banques continuaient de développer leurs activités de marché en privilégiant l'achat et la vente d'actifs financiers.

L'inefficacité de la politique d'assouplissement quantitatif est reconnue par les banquiers centraux eux-mêmes qui pointent au cours de leur symposium annuel de Jackson Hall, qu'il ne suffit pas de desserrer les contraintes sur l'offre de crédit si, parallèlement, la confiance des ménages et des entreprises n'est pas rétablie et avec elle la demande de crédit. Des appels à des mesures relance budgétaire se font jour. En Europe, ils donnent lieu, au mieux, à des discussions et des négociations sur les conditions d'application des normes applicables sans qu'elles soient remises en cause. En fait, les appels de la BCE et de la Commission à une relance budgétaire confinent au paradoxe quand, ces mêmes autorités persistent dans un discours qui privilégie les réformes structurelles en tant que principal outil de la croissance.

Sortir de ce paradoxe suppose de s'interroger sur les conditions d'efficacité de la politique budgétaire.

Que ce soit pour une raison politique ou pour une raison économique, la possibilité de desserrer les contraintes budgétaires n'est pas en soi une solution au problème de la croissance. La nature des dépenses publiques compte autant sinon davantage que leur volume. En effet, il n'est pas (encore) question en Europe de stimuler une demande vis-à-vis de laquelle il existerait une capacité de production inutilisée comme c'est le cas dans une économie fermée plongée dans un état de dépression. Aussi faut-il considérer moins l'effet multiplicateur immédiat sur le revenu d'une hausse autonome de la dépense publique que les investissements induits par cette même dépense et s'interroger, non sur l'éviction (*'crowding out'*) des investissements privés par les investissements publics, mais sur leur éventuel effet d'entraînement (*'crowding in'*).

La question qui apparaît ici comme centrale concerne la façon dont sont déterminés les investissements induits par une dépense initiale, privée ou publique (une demande d'investissement). Dans les termes classiques, poser cette question revient à rappeler que ce qu'il advient du revenu et de l'emploi dépend de l'interaction entre multiplicateur et accélérateur. Encore convient-il de ne pas en avoir une vision globale conduisant à fondre

dans un même agrégat l'investissement autonome et les investissements induits car ce qui importe c'est de ne pas oublier qu'un programme d'investissement public ne peut être mis en œuvre efficacement que s'il permet d'induire d'autres investissements, privés en l'occurrence, qui en sont le complément (Hicks 1950). L'importance de cet enchaînement tient à ce que de la nature des investissements induits dépend l'effet final, à moyen ou long terme, de l'impulsion initiale. Cet effet sera d'autant plus faible que les entreprises sont moins confiantes dans l'avenir et préfèrent conserver des positions liquides et répondent avec de longs délais aux signaux qui leur sont adressés. Ce même effet sera d'autant plus long à arriver que les délais qui séparent la décision d'investir de sa concrétisation seront eux-mêmes longs.

Dans une économie en dépression, caractérisée par un chômage massif et des excédents de capacité dans la totalité des secteurs d'activité, celle auquel Keynes se référait, il est clair que l'on est, simplement, confronté à un problème de communication entre salariés – consommateurs et producteurs qui peut être résolu en distribuant un revenu aux chômeurs qui peuvent ainsi signaler une demande pour des biens immédiatement disponibles avec un effet multiplicateur forcément élevé.

Il n'en est pas de même dans une économie, certes en récession, mais caractérisée par une incertitude empêchant qu'un signal de demande donne lieu à une décision et à un résultat immédiats. Les entrepreneurs doivent s'assurer de la réalité des demandes futures qui restent, pour une part, latentes. Le caractère irréversible de certains investissements (tangibles ou intangibles) peut les inciter à reporter leurs décisions dans l'attente de plus d'information, préservant ainsi la gamme des choix futurs éligibles (Hicks 1974), mais réduisant l'impact sur le revenu et l'emploi des dépenses initiales.

Le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt justifie, certes, que les Etats empruntent en vue d'effectuer des dépenses porteuses de réduction à terme de leur déficit, d'autant que même si elles sont non productives directement, elles atténuent les effets d'hystérèse, accroissent le produit futur et s'autofinancent (Bradford DeLong et Summers 2012, Stiglitz 2014). Il n'en demeure pas moins que les effets multiplicateurs dépendent de la nature des dépenses effectuées, et par suite de la nature de l'engagement financier, de sa durée et de son volume, et ceci aussi bien pour les dépenses publiques que pour les dépenses privées induites. Les choix budgétaires du gouvernement ont d'autant plus de chances d'être efficaces que, conjointement avec l'architecture monétaire et financière, ils induisent le choix d'investissements longs de la part des entreprises. L'efficacité directe et induite des dépenses publiques, dépend, en outre, de l'échelon territorial (Europe, Etats, régions) qui en décide, dans la mesure où chacun de ces échelons renvoie à des préférences collectives spécifiques qui affectent la nature des dépenses effectuées. La subsidiarité se trouve ici questionnée.

Réaliser des investissements en infrastructures, quels qu'ils soient, ne peut pas être une solution simple pour sortir de la situation de quasi-stagnation. Il faut pouvoir en évaluer l'impact au cas par cas et c'est une affaire systémique, autrement dit de variété institutionnelle dominante dans ses dimensions réelles et monétaires.

5. Vers une nouvelle donne

Les choix politiques effectués, qui ont abouti à un marché unique et à une monnaie unique, font de l'Europe l'espace le plus intégré qui soit à partir de la mosaïque initiale

d'Etats-Nations et une sorte de modèle réduit de la mondialisation. Ils en font aussi un système potentiellement instable.

Chacun peut s'accorder sur le principe d'une coordination des politiques économiques en Europe. Encore faudrait-il s'accorder sur son contenu. Le compromis propre à un libéralisme interventionniste devrait conduire au refus d'imposer des règles intangibles, communes à tous, monétaires, budgétaires ou concurrentielles prétendument garanties de neutralité publique et d'efficacité privée, et ce d'autant plus que la concurrence est largement faussée du fait de la course au moins disant social et fiscal. Ce compromis devrait permettre de redonner à l'action publique son rôle dans la maîtrise des horloges grâce à une coopération fondée sur une négociation démocratique prenant en compte les intérêts divergents au niveau où ils s'expriment et d'abord au niveau des Etats.

L'objectif doit être de favoriser une convergence des performances macroéconomiques réelles. L'échec actuel à atteindre cet objectif conduit à s'interroger sur les moyens d'y parvenir, en fait sur la nature des réformes structurelles et des politiques globales à conduire en commun.

La réforme bancaire et financière

Les réformes structurelles devraient être conçues et jugées au regard de leur capacité à favoriser un engagement long des différents acteurs du changement structurel. Des réformes des marchés qui conduisent à accroître le dualisme et les divergences de performances ne peuvent que raccourcir l'horizon temporel des décideurs et rendre les économies plus instables. A l'opposé, des réformes qui permettraient à ces mêmes acteurs de faire des calculs à plus long terme ne peuvent que favoriser une plus grande stabilité et la croissance. Ces réformes concernent au premier chef l'engagement financier (c'est-à-dire la durée et le volume des capitaux engagés) lequel justifie l'engagement des autres parties prenantes dans l'entreprise (salariés, clients, fournisseurs) et, partant, garantit le succès des innovations. Aussi serait-il important de faire évoluer, là où c'est nécessaire, les modes de gouvernance des entreprises, afin de garantir un tel engagement. Ce sont là des réformes qui relèvent pour une large part de choix nationaux en matière de normes organisationnelles. Elles ne peuvent, toutefois, pas être pensées indépendamment des politiques européennes en matière de concurrence et d'organisation financière et bancaire.

Ainsi l'organisation bancaire et financière européenne devrait-elle être apte, d'une part, à favoriser le financement à long terme des nouvelles activités, d'autre part, à favoriser le transfert d'épargne des pays excédentaires vers les pays déficitaires à la condition que cette épargne puisse y financer des investissements productifs et contribuer au rééquilibrage de la balance commerciale. Aussi convient-il de s'interroger sur les objectifs de l'Union Bancaire Européenne et sur l'opportunité d'une éventuelle séparation entre la banque de relation et la banque à l'acte ou banque de marché en envisageant notamment comment s'établissent les canaux de transmission de la politique monétaire (Pollin et Gaffard 2013, 2014, Bolton et alii 2013, Vickers 2012).

Certes, la crise financière et la crise de la dette ont rendu nécessaire de renforcer les exigences prudentielles, de mieux protéger les déposants et de fixer des règles de gestion des banques défailtantes, ce à quoi répondent le Mécanisme de Surveillance Unique, le Mécanisme de Résolution Unique et le projet d'un système européen de garantie des dépôts. Mais il importe tout autant de veiller à ce que les établissements financiers soient effectivement en mesure d'exercer leur métier de financement de l'innovation qui appelle des engagements longs, impliquant notamment pour ces établissements d'être davantage

tolérants en cas de mauvaises performances immédiates des entreprises. En d'autres termes, ce n'est pas tant une réglementation plus stricte, au demeurant nécessaire pour pallier les risques systémiques, qui constitue un obstacle au financement de l'innovation et de la croissance qu'une structuration inadaptée du système financier. Les mécanismes constitutifs de l'Union Bancaire Européenne ne sauraient être conçus sans référence à cette structuration qui inclut la question de la séparation des activités bancaires. La cohérence de la zone monétaire en dépend.

Il existe, certes, plusieurs variétés de capitalisme qui ont chacune leur cohérence. Celle-ci tient à la compatibilité des systèmes industriels, sociaux et financiers. S'assurer d'un mode de financement qui privilégie une relation stable entre les banques et leurs clients industriels est cohérent avec le maintien d'un système industriel et d'un système social eux-mêmes fondés sur des relations stables, entre l'entreprise et ses clients ou fournisseurs, pour le premier, entre managers et salariés pour le second. Il en va de la capacité d'innovation et de croissance de l'économie. La difficulté en Europe tient à l'hétérogénéité relative des variétés de capitalisme propres à chaque pays membre de l'Union. Les avancées dans le domaine bancaire et financier doivent participer de la réduction de cette hétérogénéité si elles s'inscrivent dans un projet plus global de rapprochement des modes de gouvernance des entreprises et des contraintes fiscales et sociales auxquelles ces dernières sont assujetties.

Les moyens de la stabilisation

Si les déficits commerciaux ont joué un rôle plus important que les déficits budgétaires dans la manière dont la crise s'est nouée, l'aggravation de ces derniers et l'alourdissement des dettes publiques ont été sanctionnés par les marchés financiers. Certains pourront dire, alors, que les marchés financiers ont imposé une discipline là où les règles avaient échoué faute d'avoir été respectées. En fait, les marchés financiers ont renchéri le coût des dettes et amplifié les déséquilibres réels, faute pour l'Europe de disposer des outils d'une stabilisation financière efficace. L'austérité budgétaire et *a fortiori* la baisse des salaires peuvent difficilement passer pour des solutions crédibles dans la mesure où elles affaiblissent la croissance, sauf à croire dans la fable de la confiance retrouvée des acteurs privés. C'est un enchaînement de déséquilibres qu'il faut briser, et non imaginer pouvoir passer d'un mauvais à un bon équilibre en appliquant des règles.

La stabilisation a été, un temps, mise au crédit de la construction européenne. Mais, conformément à la doctrine en vigueur, cette stabilisation était assimilée à la réduction de l'inflation et des déficits publics censée garantir la croissance sans qu'il ne soit jamais question de stabilité financière (Sapir et alii 2004). Reconnaître la prégnance de cette dernière appelle des réformes institutionnelles qui touchent aux fonctions de la Banque centrale, à ce que pourrait devenir un espace budgétaire européen et à la possibilité de développer un programme européen d'investissement.

La Banque Centrale Européenne devrait acquérir le statut de prêteur en dernier ressort des gouvernements de manière à éviter que les crises de liquidité que l'un ou l'autre des Etats membres affronte ne se transforment en crise de solvabilité. Une agence de la dette, fonctionnant à l'image des Trésors publics nationaux, pourrait être créée qui serait habilitée à émettre des obligations européennes, afin de garantir un minimum de solidarité budgétaire entre les pays membres.

En présence de fluctuations synchronisées mais d'amplitudes différentes suivant les pays, la constitution d'un espace budgétaire européen devrait aider à la stabilisation globale. La création d'un système commun d'assurance-chômage entrerait dans cette perspective. Toutefois, un tel système, s'il est adapté pour répondre à des chocs asymétriques et des fluctuations non synchronisées, ne l'est pas pour répondre à des différences d'amplitude (De Grauwe et Ji 2016). Dans ce cas de figure, en effet, un transfert de ressources serait opéré au bénéfice des pays où la récession est la plus forte qui voient leur situation s'améliorer, mais au détriment des pays où elle est moins forte qui voient ainsi leur situation se détériorer. Ce qui pose un problème autant politique qu'économique. Pallier cette difficulté supposerait de mettre en place un système d'assurance-chômage tel que les déficits des phases de récession soient compensés par les excédents des phases d'expansion (De Grauwe et Ji 2016 b).

Il serait, par ailleurs, absurde de nier les difficultés du moment, économiques, financières mais aussi politiques. Des règles communes restent nécessaires concernant les dettes et les déficits pour servir d'alertes et déclencher des mesures correctrices. Sans doute, au respect des règles révisées relatives aux déficits des budgets nationaux et aux dettes des Etats faudrait-il ajouter celui des règles existantes relatives aux limites des déficits et excédents commerciaux, ne serait-ce que pour signaler qu'il est difficilement envisageable de conserver cohérence et efficacité quand ces déséquilibres au sein de la zone euro deviennent structurels et cumulatifs, quand la demande extérieure se substitue durablement à la demande interne comme source de croissance.

Un programme d'investissement public devrait être mis en place afin de répondre au manque de confiance des acteurs privés et d'induire directement des investissements privés par un effet de complémentarité. Le Fonds Européen pour les Investissements Stratégiques est conçu à cet effet. Il est censé avoir un effet multiplicateur de 15, une dotation de 21 milliards devant permettre à la Banque Européenne d'Investissement d'emprunter 63 milliards, soit trois fois la dotation initiale, pour financer des projets en matière d'infrastructures, de recherche, d'innovation et de formation, susceptibles d'engendrer à leur tour des investissements privés pour un montant de 315 milliards. La question pertinente est triple : elle concerne le montant et la régularité des dépenses d'investissement public (Le Moigne, Saraceno et Villemot 2016), le mode de sélection des projets et le volume de financement, sachant qu'il est impossible, dans l'état actuel des règles, de procéder à l'émission de titres européens, sachant aussi que le volume et la nature des investissements induits dépend de la perception du futur des entreprises elle-même dépendante du degré d'engagement financier dont elles peuvent bénéficier. En fait, un programme d'investissement public n'aura pas plus d'effet que le programme dit de Lisbonne censé faire de l'économie européenne la plus avancée et la plus performante des économies dites de la connaissance s'il ne s'inscrit pas dans une stratégie de croissance qui prend en compte l'étroite imbrication du réel et du monétaire, laquelle requiert des réformes institutionnelles ou structurelles nullement réductibles à la recherche de flexibilité des marchés.

Diversité et cohérence de l'espace européen

L'enjeu politique pour l'Europe est considérable car elle s'est construite depuis deux décennies sur la base de règles communes présumées intangibles en matière monétaire, budgétaire et de concurrence, alors qu'elle rassemblait, y compris au sein de la zone euro, des pays très différents par leur taille, leur modèle institutionnel et leur niveau de développement, rendant d'ailleurs pour le moins problématique la constitution d'un

pouvoir politique fédéral. En fait, de pouvoir fédéral il n'a jamais été réellement question dans la mesure où la représentation de l'économie reposait sur la négation du politique.

La difficulté est souvent résumée en faisant état du caractère non optimal de la zone monétaire constituée. La réponse dominante, basée sur la théorie des zones monétaires optimales, est qu'il faudrait effectuer ces réformes structurelles susceptibles de rendre les marchés plus flexibles, de rendre ainsi possible et rapide les réallocations de ressources, de réduire les coûts d'ajustement. La seule concession qui est faite est que si la flexibilité est la solution du point de vue économique, elle ne l'est pas du point de vue politique (De Grauwe 2016 p. 101).

Or, comme nous l'avons développé, la flexibilité, telle qu'elle est ici entendue, n'est pas plus la solution économique que politique. Le refus politique n'est que le reflet de l'impasse économique. Le défaut de l'analyse est d'abord théorique. Cette flexibilité aurait un sens si les ajustements étaient instantanés. Or, l'irréversibilité des investissements rend une telle instantanéité illusoire. La transition prend du temps et ce qui arrive en cours de route, exprimant l'étroite imbrication des phénomènes réels et monétaires, affecte le point d'arrivée. C'est la raison pour laquelle, à l'opposé de ce qu'enseigne la doctrine dominante, des rigidités sont nécessaires. Ces rigidités sont le fruit des pouvoirs de marché et des régulations publiques dont les Etats-nations restent les principaux acteurs.

L'Europe se doit d'explorer aujourd'hui les réformes institutionnelles susceptibles de lui permettre de retrouver croissance, stabilité et convergence, conditions *sine qua non* de sa survie. Ce serait une illusion que de poursuivre sur le même chemin consistant à démanteler les Etats-nations sans pouvoir leur substituer un pouvoir fédéral. Mais ce serait tout autant une illusion que de croire possible la constitution d'un tel pouvoir. Aussi, l'espace à construire devra-t-il relever de la fédération des Etats-nations et sauvegarder ce qui fait la spécificité de chacune des variétés de capitalisme que ces Etats-nations incarnent.

Chaque variété correspond des formes spécifiques et cohérentes entre elles de gouvernance des entreprises, d'organisation financière et de fonctionnement des marchés de travail, autrement dit à un mode spécifique d'articulation entre les phénomènes réels et monétaires. L'efficacité de l'une ou l'autre de ces variétés tient à leur capacité de garantir un engagement long des acteurs du processus économique. La difficulté est de faire coexister des variétés différentes. Il ne s'agit plus de définir les conditions d'une zone monétaire optimale et de faire émerger la seule variété institutionnelle censée être optimale, mais de concevoir les conditions de coexistence de plusieurs variétés institutionnelles en faisant la part de ce qui est particulier à chacune d'entre elles et ce qui leur est commun. Ce défi n'est autre que celui de la subsidiarité. Il n'est pas résolu en imaginant un partage simple des politiques entre ce qui revient aux Etats-nations et ce qui revient à l'Union ainsi que c'est actuellement le cas en faisant des politiques monétaires et budgétaires des politiques européennes et des politiques structurelles des politiques nationales comme si ces dernières n'avaient d'influence que nationales. A l'inverse, il faut envisager des domaines de décision partagés, tels que l'assurance-chômage, la supervision des banques ou encore l'achat de titres publics et l'émission de titres européens, en faisant en sorte que les mesures prises en commun ne remettent pas en cause la cohérence des variétés nationales et sauvegardent les stabilisateurs automatiques

Références

- Amendola M. and S. Bruno (1990): The Behaviour of the Innovative Firm, *Research Policy* 19: 419-433.
- Baldwin R. et alii (2016): Rebooting the Eurozone: Step I – Agreeing a Crisis Narrative, CEPR - Policy Insight No 85.
- Blanchard O. and D. Leigh (2013) : ‘Growth Forecasts Errors and Fiscal Multipliers’, IMF Working Paper 13/1.
- Bolton P., Freixas X., Gambacorta L. and P. Mistrulli (2013): ‘Relationship and Transaction Lending in a Crisis’, Bank of International Settlements, Working Paper No 417.
- Bradford Delong J. and L.E. Summers (2012) : ‘Fiscal Policy in a Depressed Economy’, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring
- Caballero R.J., and M.L. Hammour (1996): ‘On the Timing and Efficiency of Creative Destruction’, *Quarterly Journal of Economics*, 100: 805-852
- Caballero R.J., and M.L. Hammour (1998): ‘The Macroeconomics of Specificity’, *Journal of Political Economy*, 106 (4): 724-767.
- Carlin W. and D. Soskice (2009) : ‘German Economic Performance : disentangling the role of supply-side reforms, macroeconomic policy and coordinated economy institutions’, *Socio-Economic Review* 7 : 67-99
- Coéré B. (2014) : ‘Structural reforms : learning the right lessons from the crisis’, Keynote speech ECB
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141017.en.html>
- Cooper R. and A. John (1988) : ‘Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models’, *Quarterly Journal of Economics* 103 : 441-463.
- Creel J. and F. Saraceno (2010): ‘The Crisis, Automatic Sabilisation, and the Stability Pact’, *Revista de Economia y Estadística* XLVIII (1): 75-104.
- D’Aspremont C., Dos Santos Ferreira R. and L.A. Gérard-Varet (1989) : ‘Unemployment in an Extended Cournot Oligopoly Model’, *Oxford Economic Papers* 41 (3) : 490-505.
- D’Aspremont C., Dos Santos Ferreira R. and L.A. Gérard-Varet (1990) : ‘On Monopolistic Competition and Involuntary Unemployment’, *Quarterly Journal of Economics* 105 (4) : 895-919.
- De Grauwe P. (2015): ‘Design Failures of the Eurozone’ in R. Baldwin and F. Giavazzi (2015): *The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Remedies*, CEPR A VoxEU.org eBook
- De Grauwe P. (2016) : Monetary Policy and Public Investment, Center for European Policy Studies (CEPS) <https://www.ceps.eu/publications/monetary-policy-and-public-investment>
- De Grauwe P. and Y. Ji (2016) : Flexibility versus Stability. A difficult trade-off in the eurozone, CEPS Working Document No 422.
https://www.ceps.eu/system/files/WD422%20De%20Grauwe%20and%20Ji%20Flexibility%20versus%20Stability_0.pdf

De Grauwe P. and Y. Ji (2016 b) : 'How to reboot the euro zone and ensure its long-term revival' in R. Baldwin and F. Giavazzi *How to fix the Eurozone: views of leading economists*, CEPR A VoxEU.org eBook <http://voxeu.org/article/new-voxeu-ebook-how-fix-eurozone>

Dos Santos Ferreira R. (1974) : 'Variables réelles et variables monétaires dans la Théorie Générale', Thèse Complémentaire, Université Louis Pasteur de Strasbourg.

Dos Santos Ferreira R. (2014) : 'Mr Keynes, the Classics and the new Keynesians : a suggested formalisation', *European Journal of History of Economic Thought* 21 (5): 801-838.

Eggertsson, G., Ferrero A., and A. Raffo (2014) : 'Can Structural Reforms Help Europe?', *Journal of Monetary Economics*, 61 : 2-22.

European Central Bank (2016) : Survey on the Access to Finance of Enterprises in the Euro Area. June

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201606.en.pdf?c96d449e601cbe6c87d2e67d54e68c70>

Fatas A. and L. Summers (2015): 'The Permanent Effects of Fiscal Consolidations', CEPR Discussion Paper No 10902

Fernandez-Villaverde J. (2014): 'Discussion of Can Structural Reforms Help Europe?', *Journal of Monetary Economics*, 61 : 23-31.

Friedman M. (1968) : 'The Role of Monetary Policy', *American Economic Review* 58 : 1-17.

Hansen, A. H. (1953) : *A Guide to Keynes*, London : Adam and Charles Black

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.

Hicks J.R (1950) : *A Contribution to the Theory of Trade Cycle*, Oxford : Clarendon Press.

Hicks J.R. (1974) : *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford, Basil Blackwell. Traduction française (1988): *La crise de l'économie keynésienne*, Paris: Fayard.

Hicks J.R. (1983): 'IS-LM an explanation' in J-P Fitoussi ed. *Modern Macroeconomic Theory*, Oxford: Basil Blackwell.

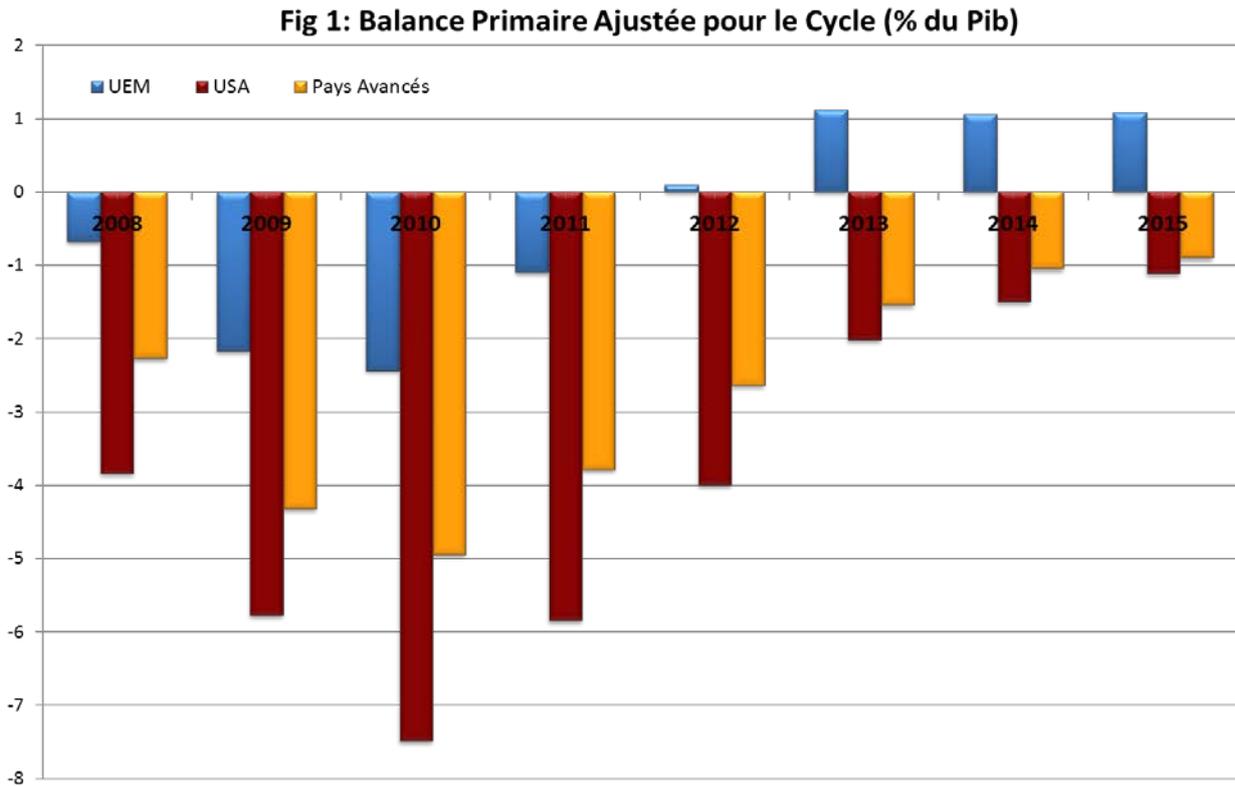
International Monetary Fund (IMF) (2015) : 'Structural Reforms and Macroeconomic Performance', Staff Report <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/101315.pdf>

Keynes J.M. (1923): *A Tract on Monetary Reform*, London: Macmillan Press. (Collected Writings Volume IV, 1971). Traduction française (1924): *La réforme monétaire*, Paris: Editions du Sagittaire. Edition électronique, Université du Québec: Les classiques en sciences sociales

Keynes J. M. (1931): *A Treatise on Money*, London: Macmillan (Collected Writings Volume V, 1971)

- Keynes J.M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan. (*Collected Writings* Volume VII, 1973).
- Laidler D. (2007) : 'Financial Stability, Monetarism, and the Wicksell Connection', RBC Financial Group, Economic Policy Research Institute, EPRI Working Paper Series, Working Paper 2007-3, University of Western Ontario
- 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.
- Lavoie M. (1992): 'Jacques Le Bourva's Theory of Endogenous Credit-Money', *Review of Political Economy* 4 (4): 436-446.
- Le Bourva J. (1962): 'La création de monnaie et le multiplicateur de crédit', *Revue Economique* 13 (1): 29-56. Traduction en anglais (1992): 'Money creation and credit multipliers', *Review of Political Economy* 4 (4): 447-466.
- Le Moigne M., Saraceno F. et S. Villemot (2016) : 'Probably Too Little, Certainly Too Late : an Assessment of the Juncker Investment Plan', Working Paper OFCE 2016-10.
- Leijonhufvud A. (1981): 'The Wicksell Connection: Variations on a Theme', In *Information and Coordination*, Oxford: Oxford University Press.
- Modigliani F. (1944) : 'Liquidity preference and the theory of interest and money', *Econometrica*, 12 : 45-88
- Modigliani F. and M. Miller (1958) : 'The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment', *American Economic Review* 48 (3) : 261-297.
- Mayer T. (2013): *Firm Commitment*, Oxford: Oxford University Press.
- Modigliani F. and M. Miller (1958): 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment', *American Economic Review* 48 (3): 261-297.
- Natixis (2016): 'Les gains de productivité sont faibles dans la zone euro, mais aussi aux Etats-Unis: ceci rend peu crédibles certaines explications de la faiblesse des gains de productivité', Flash Economy 352 <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=90489>
- Ostry J.D., Loungani P. and D. Furceri (2016) : 'Neoliberalism : oversold ?', *Finance and Development* June : 38-41
- Phelps E.S. (1967) : 'Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time', *Economica* N S 34 : 254-281.
- Phelps E.S. (2013): *Mass Flourishing*, Princeton: Princeton University Press.
- Pollin J-P et J-L Gaffard (2013): 'Pourquoi faut-il séparer les activités bancaires?' OFCE Note No 36.
- Pollin J-P et J-L Gaffard (2014): 'L'Union Bancaire Européenne' in *L'économie française 2014*, Paris: La Découverte, collection Repères.

- Richardson G.B. (1960): *Information and Investment: a Study in the Working of a Competitive Economy*, Oxford : Clarendon Press. Reed. 1990.
- Robertson D. (1926): *Banking Policy and the Price Level*, London: Macmillan
- Rodrik D. (2011): *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World*, New York: Norton & Company.
- Rueff J. (1931): 'L'assurance chômage cause du chômage permanent' *Revue d'Economie Politique* 45: 211-251.
- Saint Paul G. (2002): ' Is Labour Rigidity Harming Europe's Competitiveness? The Effect of Job Protection on the Pattern of Trade and Welfare', *European Economic Review*, 46 : 375-395.
- Sapir A. et alii (2004): *An Agenda for a Growing Europe, The Sapir Report*, Oxford: Oxford University Press.
- Schumpeter J.A. (1941): *Capitalism, Socialism, and Democracy*, New York, Harper & Row. Traduction française (1983), *Capitalisme, Socialisme et Démocratie*, Paris: Payot.
- Silvestre J. (1993): 'The Market-Power Foundations of Macroeconomic Policy', *Journal of Economic Literature* XXXI: 105-141.
- Solow R.M. (1998) : *Monopolistic Competition and Macroeconomic Theory*, Cambridge : Cambridge University Press.
- Solow R.M. (2004): 'Introduction' de R.M. Solow Ed. *Structural Reforms and Macroeconomic Policy*, London: Macmillan. Traduction française (2006) *Réforme structurelle et politique économique*, Paris: Economica
- Stiglitz J.E. (2014): 'Reconstructing Macroeconomic Theory to Manage Economic Policy', NBER Working Paper 20517.
- Summers L. H. (2015): 'Demand Side Secular Stagnation', *American Economic Review: Papers and Proceedings* 105 (5): 60-65.
- Tobin J. (1956): 'The Interest-Elasticity of the Transactions Demand for Cash', *Review of Economics and Statistics* 38 (3): 241-247.
- Tobin (1958): 'Liquidity Preference as a Behavior towards Risk', *Review of Economic Studies* 25 (2): 65-86.
- Tobin J. (1972) : 'Inflation and Unemployment', *American Economic Review*, 62 : 1-18.
- Tobin J. (1995): 'The Natural Rate as New Classical Macroeconomics', in R. Cross ed. *The Natural Rate of Unemployment*', Cambridge: Cambridge University Press.
- Vickers J. (2012): 'Some Economics of Banking Reforms', University of Oxford, Discussion Papers Series No 632.
- Vickers J. (2013): 'Banking Reform in Britain and Europe', Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early Lessons Conference hosted by the International Monetary Fund. Washington D.C. April 16-17.
- Walras L. (1874): *Eléments d'économie politique pure*, Œuvres économiques complètes tome VIII, Paris: Economica.
- Wicksell K. (1898): *Interest and Prices* (traduction de R.F. Kahn, London: Macmillan 1936).



Source: IMF Fiscal Monitor. Nos calculs

Tableau 1: Contribution à la croissance

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EMU	<i>G</i>	0.48	0.16	-0.02	-0.05	0.04	0.17	0.27
	<i>C+I</i>	-4.40	1.26	0.71	-2.31	-0.72	0.72	1.46
	<i>NX</i>	-0.64	0.62	0.93	1.49	0.38	0.00	-0.11
USA	<i>G</i>	0.60	0.02	-0.45	-0.14	-0.39	-0.07	0.06
	<i>C+I</i>	-4.58	2.95	2.06	2.28	1.67	2.67	3.02
	<i>NX</i>	1.29	-0.44	-0.02	0.08	0.20	-0.18	-0.69

Source: Commission Européenne, base de données AMECO

G : dépenses publiques ; *C+I*, demande privée ; *NX* : Solde extérieur