

# **Le débat de théorie et de politique monétaires revisité**

Jean-Luc Gaffard



# SciencesPo

## EDITORIAL BOARD

**Chair: Xavier Ragot** (Sciences Po, OFCE)

**Members: Jérôme Creel** (Sciences Po, OFCE), **Eric Heyer** (Sciences Po, OFCE), **Lionel Nesta** (Université Nice Sophia Antipolis), **Xavier Timbeau** (Sciences Po, OFCE)

## CONTACT US

OFCE  
10 place de Catalogne | 75014 Paris | France  
Tél. +33 1 44 18 54 87

[www.ofce.fr](http://www.ofce.fr)

## WORKING PAPER CITATION

This Working Paper:

Jean-Luc Gaffard

**Le débat de théorie et de politique monétaires revisité**

*Sciences Po OFCE Working Paper*, n° 39

Downloaded from URL : [www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/OFCEWPWP2018-39.pdf](http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/OFCEWPWP2018-39.pdf)

DOI - ISSN

### **ABOUT THE AUTHOR**

**Jean-Luc Gaffard** OFCE, Sciences Po, Université Côte d'Azur,  
Also Institut Universitaire de France  
**Email Address:** [jeanluc.gaffard@sciencespo.fr](mailto:jeanluc.gaffard@sciencespo.fr)

### **ABSTRACT**

L'article est dédié à reconsidérer l'analyse monétaire afin de mieux comprendre des choix erronés dans la conduite de la politique monétaire. Suivant le consensus en vigueur, l'économie de marché est intrinsèquement stable, étant seulement perturbée par les mauvais comportements du gouvernement et des banques. Nous maintenons, au contraire, que cette économie est instable et que la stabiliser requiert une politique économique discrétionnaire. Une telle position repose sur une approche analytique suivant laquelle l'organisation monétaire et financière des échanges est un outil qui facilite le fonctionnement des marchés. Suivant cette perspective centrée sur l'hétérogénéité des marchés et des agents, et donc sur le rôle des institutions dans la détermination de la performance globale, il apparaît que les rigidités nominales et l'engagement financier sont les moyens qui assurent la stabilité de l'économie. La raison est que ces mesures empêchent les déséquilibres successifs et inévitables d'être explosifs.

### **KEY WORDS**

inflation, marché, monnaie, stabilité.

### **JEL**

E31, E32, E5, E61, E62

# Le débat de théorie et de politique monétaires revisité

## 1. Introduction

Les événements liés à la crise financière déclenchée en 2007 témoignent d'un triple échec : celui d'une politique monétaire ciblant le seul taux d'inflation incapable de faire face au risque d'instabilité financière, celui d'une politique monétaire de facilités quantitatives impuissante à relancer l'activité, celui d'un arbitrage entre inflation et chômage devenu défaillant.

Ces échecs peuvent sans doute être considérés comme temporaires. Il ne saurait dispenser de s'interroger sur la validité des analyses économiques sous-jacentes et notamment de l'analyse monétaire.

Il existe deux façons d'analyser le rôle de la monnaie, celle qui maintient que la monnaie est neutre à long terme et devrait l'être à court terme et celle qui la juge active à long comme à court terme, en bref l'analyse classique et l'analyse de Keynes. Les différences entre les deux se cristallisent autour du phénomène de l'inflation. Le fait que ce dernier ait été éradiqué a favorisé l'émergence d'un consensus confortant l'analyse classique. Il n'est, pourtant, pas inutile, de revenir sur le débat relatif à la nature de l'inflation que l'on aurait tort de considérer comme clos. La question demeure de savoir, si l'on est en présence d'un phénomène monétaire dans le sens d'être imputable aux errements d'une politique monétaire (et budgétaire) discrétionnaire, ou si c'est un phénomène ancré dans les ajustements sur des marchés de biens et du travail toujours en déséquilibre. De la réponse à cette question dépend la façon même de concevoir une économie monétaire et par suite d'analyser le rôle des banques et de la politique monétaire. D'un côté l'économie de marché est supposée stable à moins que monnaie et finance ne soient pas neutres. De l'autre, elle est jugée instable et ne peut être stabilisée que grâce à une monétisation et une financiarisation efficaces, ce qui n'a rien d'assuré.

Dans ce qui suit sera, préalablement analysé le consensus monétaire en vigueur (section 2). Seront ensuite confrontées les théories classique et keynésienne de l'inflation illustratives des différences existant en matière d'analyse monétaire (sections 3 et 4). Il sera, alors, possible de montrer en quoi le fonctionnement de marchés en déséquilibre exige des instruments monétaires et financiers (section 5) et en quoi l'économie

monétaire est aussi une économie de production (section 6). Les règles de politique monétaire seront reconsidérées (section 7). Les relations entre politique monétaire et politique budgétaires seront réexaminées (section 8), avant de donner un aperçu d'histoire monétaire incluant la question récente posée par les mesures dites non conventionnelles au regard de l'objectif d'une sortie de récession (section 9) et de conclure (section 10).

## **2. Le consensus monétaire**

La question parfois mise en avant dans le débat d'analyse monétaire est de savoir si la quantité de monnaie est exogène (déterminée discrétionnairement par la Banque centrale) ou si elle est endogène (déterminée par le comportement de demande de crédit des ménages et des entreprises). Poser cette question peut être trompeur et cacher le consensus qui s'est installé entre monétaristes, nouveaux classiques et nouveaux keynésiens s'agissant de la conduite de la politique monétaire.

La position monétariste originelle est que les dépôts font les crédits, autrement dit que la quantité de monnaie en circulation est un multiple de la base monétaire fixée par la Banque centrale. Suivant Friedman (1968), la Banque centrale doit alors s'en tenir à une règle intangible de croissance de cette quantité de monnaie. L'impossibilité concrète de la connaître, de se référer à un agrégat monétaire stable  $a$ , toutefois, conduit les Banques centrales à fixer un objectif de taux d'intérêt.

La position alternative, inspirée de Wicksell (1898, 1934), est que les crédits font les dépôts, autrement dit que les banques commerciales servent intégralement les demandes de crédit formulées au taux d'intérêt qu'elles fixent. Cette position est, plus ou moins explicitement, celle retenue dans les modèles de la macroéconomie moderne et notamment dans ceux relevant de la nouvelle économie keynésienne (Woodford 2003).

Au pied de la lettre, elle implique de construire un modèle IS-LM sans LM, autrement dit sans demande ni offre de monnaie, mais aussi sans arbitrage entre monnaie et titres et, finalement, sans référence explicite au fonctionnement des marchés financiers et à la spéculation (Romer 2000, Pollin 2003). Il n'est pas fait référence aux banques commerciales mais à la Banque centrale qui fixe son taux d'intérêt avec pour objectif de contrôler le taux d'inflation et de faire face à la rigidité des prix nominaux, retenue comme principale cause de distorsions de la consommation qui empêchent que l'économie réalise son potentiel de croissance.

Le mécanisme typique établi est le suivant. Les entreprises anticipant un choc de productivité positif ne diminueront pas les prix autant qu'elles le devraient du fait, par exemple, de l'existence de coûts de changement de prix. Le niveau général des prix sera supérieur à ce qu'il devrait être. Par suite, la consommation n'augmentera pas autant qu'elle le devrait. La production et l'emploi n'augmenteront pas autant qu'ils le pourraient. Il existe un écart inflationniste, un écart au produit potentiel (*'output gap'*), et du chômage involontaire. « The delays involved before that prices are reconsidered are here taken to be an institutional fact, just like the available production technology. But the resulting constraints are taken into account of by the decision makers who set them; thus the assumed stickiness of prices implies that when they are reconsidered, they are set in a forward looking manner, on the basis of expectations regarding future demand and cost conditions, and not simply in response to current conditions. As a result, expectations turn out to be a crucial factor in the equilibrium relation between inflation and real activity » (Woodford 2003 p. 9).

Dans ces conditions, il appartient à la politique monétaire de corriger des distorsions imputables à des comportements rationnels des entreprises. Cette politique consiste pour la Banque Centrale à suivre une règle qui fait que le taux d'intérêt est ajusté pour résoudre, dans un même mouvement, l'écart inflationniste et l'écart de production. En l'occurrence, face à un accroissement des gains de productivité, la Banque Centrale doit augmenter le taux d'intérêt avec pour effet que la série des consommations individuelles maximise l'utilité inter-temporelle des agents en rétablissant celle qui aurait prévalu avec des prix parfaitement flexibles.

Le problème qui se pose aux autorités monétaires n'est pas d'influencer les variables réelles en introduisant un élément de surprise dans les décisions des agents privés, mais de déterminer si les informations dont elles disposent relatives aux anticipations de prix doivent les conduire à infléchir leur politique (en l'occurrence à modifier le taux d'intérêt) afin d'affecter les données réelles et de les faire coïncider avec les valeurs optimales.

Comme les variations de l'emploi et du produit vis-à-vis de quelque tendance régulière peuvent traduire des chocs réels, elles ne constituent pas un indicateur des défaillances du marché. En revanche, l'instabilité du niveau général des prix apparaît ici comme un bon indicateur de l'inefficacité de l'allocation des ressources (Woodford 2003). Des prix

parfaitement flexibles ne sont jamais excessivement volatiles pour la raison qu'il existe une spéculation nécessairement stabilisante (on achète bas et vend haut) et parce que les données fondamentales (technologies et préférences) changent lentement. Ils évoluent au même rythme que l'indice puisqu'il n'y a aucune friction. La variabilité du taux d'inflation, préjudiciable à l'allocation des ressources, est alors présentée comme le fruit de rigidités ou de viscosités qui sont responsables d'ajustements intermittents et spasmodiques. Elle est le fruit de ces ajustements qui créent un écart entre le niveau effectif et le niveau naturel des prix. Il s'ensuit alors que, sous réserve que les salaires sont parfaitement flexibles, l'objectif de la politique monétaire doit être une inflation nulle. Il s'agit de faire en sorte que les demandes réelles (et les offres correspondantes) soient à des niveaux qui seraient atteints avec des prix nominaux flexibles, c'est-à-dire avec des prix naturels par définition associé à une absence d'inflation. La satisfaction de cet objectif garantit aussi la réalisation d'un objectif de croissance consistant à réduire l'écart de production (*output gap*). Face à un choc technologique positif et permanent, la hausse du taux d'intérêt en augmentant la consommation future permet, en effet, une augmentation du produit et de l'emploi en se substituant à la baisse des prix qui aurait du se produire. Le taux d'intérêt réel rejoint son niveau naturel par l'intermédiaire de la hausse du taux monétaire. En présence de rigidités des prix nominaux, un même instrument permet de satisfaire simultanément deux objectifs, ce que d'aucuns ont appelé la divine surprise (Blanchard et Gali 2007) : il n'y pas à arbitrer entre stabilité des prix et croissance. En présence de rigidités des salaires réels, cet arbitrage est de nouveau requis. Ainsi, par suite d'une augmentation du prix du pétrole qui induit une forte baisse du produit naturel – le produit qui prévaut en l'absence de rigidités nominales – une forte baisse des salaires réels est requise dans la mesure où les travailleurs ne peuvent accepter une diminution de leurs salaires réels que s'il y a une forte augmentation du chômage et donc une production très faible. Dans ce cas, il est préférable de permettre, pour un temps, une certaine inflation et un niveau de production supérieur (Blanchard et Gali 2007, Blanchard 2008). En toute hypothèse, la politique monétaire est l'instrument privilégié pour contrecarrer des rigidités jugées forcément néfastes, réduire l'écart au sentier naturel et permettre de tirer le meilleur parti des avancées technologiques. Dans ce contexte, les autorités monétaires n'ont pas à se préoccuper des variations des prix des actifs financiers car ces prix, très fortement flexibles, sont censés refléter fidèlement les fondamentaux. « The prices that monetary policy should aim to

stabilize are the ones that are infrequently adjusted, and that consequently can be expected to become misaligned in an environment that requires these prices to move in either direction. Large movements in frequently adjusted prices – and stock prices are among the more flexible of prices – can instead be allowed without raising any concerns, and if allowing them to move makes possible greater stability of the sticky prices, such instability of the flexible prices is desirable » (Woodford 2003 p. 16). Les mouvements de capitaux financiers, qu'il s'agisse de mouvements internes ou externes, sont réputés utiles et efficaces.

L'efficacité de la politique monétaire n'est pas associée à la possibilité et, donc, à la capacité de contrôler les flux de crédit. Ce type de contrôle est même prohibé, qui se traduirait par des distorsions préjudiciables dans l'allocation des ressources. C'est en ce sens qu'il faut interpréter la référence à un objectif de taux d'intérêt. « The main way that monetary policy now works – in the US and throughout the industrialized world – is to affecting the level of interest rates, rather than through quantitative controls over credit flows » (Woodford 2002 p. 3). L'idée est que « monetary policy has an advantage of acting relatively uniformly on spending decisions throughout the economy, allowing policy makers to stabilize inflation pressures without creating undue allocative distortions across sectors of the economy » (ibid. p. 4). L'action sur le taux d'intérêt nominal procède du choix de maintenir le niveau absolu des prix stable. Par ce biais la structure des prix et les quantités sont conservées à leur niveau optimal. En empruntant des voies différentes, l'analyse de la Nouvelle Economie Keynésienne partage avec l'analyse de la Nouvelle Ecole Classique le principe d'une politique monétaire dédiée à la stabilité du niveau général des prix.

Des frictions financières peuvent être introduites dans les modèles et l'ont été avant et après la crise, qui viennent s'ajouter à une structure d'économie concurrentielle, consistant, par exemple, à faire dépendre la capacité d'emprunt des entreprises de la valeur de leur richesse nette de telle sorte que le fonctionnement présumé imparfait du marché du crédit concourt à amplifier et à propager les chocs (Bernanke et alii 1999). Les effets sont longtemps apparus négligeables d'un point de vue empirique et n'auraient pris de l'ampleur qu'après la crise. L'on fait alors porter la responsabilité de l'instabilité, non sur les processus de marché, mais sur le comportement de banques mal informées, éventuellement prisonnières de marchés des capitaux segmentés, et,



possiblement, mal intentionnées ou simplement imprudentes (Gertler et Kiyotaki 2015, Gertler et alii 2016). L'idée est, alors, qu'il faut y pallier grâce à des mesures macro-prudentielles encadrant le comportement des banques et à un approfondissement des marchés d'action, autrement dit en rétablissant un cadre institutionnel conforme au modèle d'équilibre général de référence, ce qu'entend mettre en œuvre, notamment, l'Union Européenne au cours de la dernière période. Il existe de petites fluctuations naturelles (ou réelles) qui sont optimales. Toute déviation de cet optimum est d'ordre monétaire ou financier, en fait la conséquence d'un défaut de neutralité imputable à de mauvaises institutions, conformément à la position qui était déjà celle de Hayek (1933).

### **3. La théorie classique de l'inflation**

La question de l'inflation est au cœur du consensus monétaire tel qu'il vient d'être exposé. Il reste, pourtant, à savoir si l'on est en présence d'un phénomène monétaire comme l'entendent les monétaristes ou du résultat d'ajustements propres à une économie monétaire de production comme l'entendent Hicks ou Tobin dans la lignée de Keynes.

La qualification de l'inflation en tant que phénomène monétaire repose sur la conviction que la Banque Centrale est capable de la contrôler étroitement que ce soit en fixant le taux de croissance de la masse monétaire ou en agissant par l'intermédiaire de son taux d'intérêt. Il s'agit pour celle-ci de faire pièce aux errements du gouvernement ou aux défaillances de marché imputables à des rigidités institutionnelles ou à une information incomplète.

Dans l'optique des monétaristes, l'inflation procède de relances inopportunes de l'activité par le gouvernement au moyen de déficits publics validés par la création de monnaie. La relation inverse entre le taux d'inflation et le taux de chômage – la courbe de Phillips – est conservée dans la mesure où l'on continue de considérer qu'une hausse du chômage est un frein aux revendications salariales et à la hausse des prix pouvant s'ensuivre. Mais vient s'y ajouter l'observation, au demeurant tout à fait légitime, suivant laquelle le taux d'inflation courant est d'autant plus élevé que le taux d'inflation anticipé l'est lui-même (Friedman 1968, Phelps 1967). La rupture procède de la référence à l'existence d'un équilibre de longue période qui n'est autre que la situation dans laquelle les anticipations de prix sont confirmées. Le taux de chômage qui lui correspond est qualifié de taux de chômage naturel. Toute relance de l'activité par le moyen du budget ou de la monnaie à partir de cette position est effectivement vouée à l'échec.

L'augmentation de la demande pèse sur les prix, conduit à une révision à la hausse des prix anticipés et, par suite, à une hausse des salaires, soit une chute de profitabilité laquelle doit, tôt ou tard, avoir pour conséquence le retour au niveau initial de la production et donc du taux de chômage. L'inflation salariale est ici la conséquence inévitable de la politique budgétaire expansionniste.

La hausse simultanée de l'inflation et du chômage survenue dans les années 1970 a validé cette démarche qui signe une véritable révolution dans l'histoire des idées et dans la pratique des banques centrales.<sup>1</sup> La question de l'inflation est, désormais, dissociée de la question de l'emploi. L'inflation est retenue comme un phénomène purement monétaire, consécutif à un excès de la création de monnaie, et le chômage comme un phénomène réel, révélateur des conditions démographiques et de la manière dont fonctionnent les marchés de travail et les marchés de biens et de services. La conviction va notamment s'affirmer que le taux de chômage naturel est d'autant plus élevé que la protection institutionnelle des salariés via le versement des indemnités chômage ou des indemnités de licenciement est forte, et que les taux de marge des entreprises, expression de leur pouvoir de marché sont élevés. La dichotomie entre phénomènes réels et monétaires, au cœur de la théorie de l'équilibre général des marchés élaborée par Walras, est rétablie. Les réformes structurelles conçues pour se rapprocher d'un état de concurrence parfaite deviennent l'unique moyen de réduire le taux de chômage sur le long terme.

Le monétarisme, dont on peut situer l'apogée à la fin des années 1970, a laissé la place à la nouvelle économie classique et à la nouvelle économie keynésienne, mais sans qu'il y ait véritablement rupture en matière d'analyse et de politique monétaires. La politique monétaire continue d'être considérée comme seule vraiment efficace pour stabiliser l'économie. L'hypothèse de taux de chômage naturel est conservée. La politique monétaire ne peut susciter un écart persistant par rapport au taux de chômage naturel sans engendrer des pressions inflationnistes ou déflationnistes. La nouveauté réside dans l'attention portée aux mécanismes de formation des prix et aux anticipations du secteur privé relatives à l'évolution du taux d'intérêt de la Banque Centrale. L'inflation

---

<sup>1</sup> Cette validation a ceci de curieux qu'elle procède de la hausse brutale du prix des matières premières et non d'une dérive des anticipations qui l'aurait précédée et qui n'a jamais été observée. D'ailleurs, la comparaison des taux d'intérêt moyens à long terme observés entre 1950 et 1973 et entre 1980 et 2008, respectivement 4% et 6.4%, suggère que les anticipations inflationnistes étaient plus faibles dans la première période que dans la seconde (Skidelsky 2009, p. 121).

anticipée qui entre dans la relation de Phillips n'est plus celle retenue dans le passé pour la période courante, mais celle que l'on prévoit pour le futur. Des comportements '*backward looking*' cèdent devant des comportements '*forward looking*' dans un monde entièrement gouverné par des anticipations rationnelles.

Aux termes de cette doctrine, la Banque Centrale a un objectif prioritaire, sinon unique, qui est de contrôler le taux d'inflation via la fixation du taux d'intérêt en se référant aux anticipations du secteur privé. Autant qu'elle devienne indépendante et que soit placé à sa tête un gouverneur convaincu par les nouvelles idées, pour que les décisions monétaires échappent aux pressions de l'électeur, jugées forcément mauvaises par les tenants de la nouvelle doctrine. Quant au gouvernement, il lui appartient de veiller à l'équilibre de ses comptes. Réduire le déficit budgétaire pour rétablir l'équilibre des comptes peut, certes, conduire dans un premier temps, à une hausse du taux de chômage qui devient supérieur au taux de chômage naturel, mais la révision à la baisse des anticipations de salaires et de prix est censée assurer la résorption de ce chômage et une diminution du taux d'inflation. Le seul arbitrage est entre, d'une part, un chômage élevé mais résorbé rapidement et, d'autre part, un chômage moins élevé mais plus durable. Le gouvernement doit, seulement, veiller au bon fonctionnement des marchés, c'est à dire à éliminer les rigidités, aussi bien celles du marché du travail que celles des marchés de biens, dont le seul effet serait d'augmenter le taux de chômage naturel.

L'inflation ainsi conçue n'est cumulative et donc véritablement dommageable que si le gouvernement persiste à vouloir maintenir le taux de chômage en deçà de son niveau naturel, les anticipations de prix étant alors systématiquement fausses et révisées à la hausse. Quand l'inflation est correctement anticipée, elle est stable et seul peut être incriminé son coût – le coût de détenir trop peu de cash pour faire face à la taxe d'inflation – au demeurant peu important au regard du coût de la réduire en termes de chômage (Tobin 1972).

#### **4. La théorie keynésienne de l'inflation**

L'hégémonie de la doctrine issue des thèses monétaristes ne doit pas cacher qu'il existe une analyse alternative dont on retrouve la trace dans une explication de la stagflation des années 1970 autre que celle qui met en avant la dérive des anticipations de prix résultant de politiques budgétaires laxistes et qui doit finalement être corrigée. Cette explication, d'inspiration keynésienne, repose sur l'observation que les marchés sont

hétérogènes et en déséquilibre, que cette hétérogénéité persiste sous l'effet des innovations et que les réactions des entreprises aux déséquilibres perçus sur ces marchés ne sont pas symétriques (Tobin 1972). Si l'on admet que les salaires et les prix sont plus flexibles à la hausse qu'à la baisse et, corrélativement que les quantités et donc les volumes d'emploi sont plus flexibles à la baisse qu'à la hausse, alors une dispersion accrue des demandes excédentaires sur les marchés de biens et du travail entraîne une aggravation simultanée de l'inflation et du chômage. En l'occurrence, prix et salaires ne sont, ni immédiatement, ni même plus tard à leurs valeurs d'équilibre. Les ajustements prennent du temps, non en raison de comportements irrationnels, mais bien en vue d'acquiescer l'information nécessaire. Ainsi les salaires ne baissent pas immédiatement face à un excès de l'offre de travail à moins qu'un taux de chômage élevé ne persiste. Ils augmenteront plus facilement dans la situation inverse s'il est question de pallier une pénurie de main d'œuvre et d'attirer des travailleurs ayant les qualifications requises.

Suivant cette analyse, le taux de chômage qui n'accélère pas l'inflation est d'autant plus grand que la dispersion des demandes excédentaires est élevée. Il n'a rien d'un taux de chômage naturel. Il change plus ou moins rapidement suivant la vitesse des changements affectant la dispersion des demandes excédentaires et suivant la vitesse de réaction des prix et des salaires que ces dernières commandent (Tobin 1995).

La distinction entre marchés à prix flexibles et marchés à prix fixes entre dans le même schéma de pensée (Hicks 1974). Les marchés à prix flexibles sont ceux sur lesquels les prix réagissent immédiatement et fortement aux écarts entre offre et demande. Ce sont les marchés de matières premières et les marchés de certains produits alimentaires. Les marchés dits à prix fixes sont ces marchés où les prix fixés par les vendeurs sont visqueux, réagissant plus ou moins vite et plus ou moins fortement aux variations de coûts. L'ampleur de cette réaction dépend de l'importance des pénuries de matières premières ou de main d'œuvre ou, plus généralement, des limites de capacité qui affectent l'offre, mais aussi du laps de temps nécessaire pour que ces pénuries et limites soient surmontées. En d'autres termes, les prix sur les marchés à prix fixes ne réagissent pas nécessairement aux pénuries si l'on s'attend à ce qu'elles soient temporaires, étant alors censés dépendre des coûts normaux et non des coûts courants. Aussi la difficulté vient-elle de l'existence possible de mécanismes cumulatifs au cœur du phénomène de l'inflation quand la hausse des prix des biens de consommation déclenche une hausse

des salaires nominaux qui vient se répercuter à son tour sur les prix des biens de consommation. La question est alors posée de l'existence d'un seuil – la barrière inflationniste – au delà duquel le taux d'inflation explose. Cette barrière se déplace au cours du temps sous l'effet de l'évolution de la contrainte d'offre qui peut être exogène ou endogène. Une contrainte d'offre plus forte implique un taux de croissance compatible avec des prix stables plus faible et un taux de chômage plus élevé (Hicks 1977). Quand elle se durcit, elle peut se traduire par une hausse simultanée du taux d'inflation et du taux de chômage.

Le problème posé par l'existence de contraintes d'offre se posait singulièrement au lendemain de la Deuxième Guerre mondiale dans les économies européennes (Hicks 1947). La reconstruction exigeait des investissements dont la mise en œuvre prenait nécessairement du temps. Le processus d'ajustement était porteur de pressions inflationnistes (et/ou de déficits de la balance commerciale dans des économies ouvertes) « because the goods in which the wages (...) will be spent (...) cannot be provided out of the product of the labour which is newly employed, for that is not yet ready » (J.R. Hicks 1990, p. 535). Loin d'être en opposition avec une croissance forte et régulière, l'inflation apparaît, dans ce contexte, comme une condition nécessaire pour l'atteindre, d'autant que les entreprises peuvent, légitimement, s'attendre à ce que l'offre de biens de consommation augmentant, cette inflation finisse par se résorber. Il serait donc absurde de vouloir l'éradiquer *ab ovo*. Ce qui est vrai d'une économie qui doit reconstruire une capacité productive après des destructions l'est aussi d'une économie confrontée à des impulsions technologiques de grande ampleur impliquant une forte augmentation des coûts de construction des nouvelles capacités ultérieurement compensée par une diminution des coûts d'utilisation (Hicks 1973, Amendola et Gaffard 1998). Couvrir cette augmentation et distribuer les salaires correspondants alimente, temporairement, l'inflation qu'il serait inapproprié de combattre à la fois parce que ce serait pénalisant pour l'investissement et parce qu'elle devrait pouvoir s'éteindre d'elle-même.

Ces différentes considérations conduisent à s'interroger sur ce qui assure l'ancrage nominal nécessaire. Suivant la théorie monétariste de l'inflation, celui-ci est assuré par le contrôle supposé de l'offre de monnaie. Dans l'économie de crédit de Wicksell, il devrait être assuré grâce au maniement approprié du taux d'intérêt, ce qu'implique

l'instauration de règles de taux contingentes par lesquelles l'on entend aujourd'hui une fonction d'ajustement du taux directeur de la Banque Centrale en réponse à l'évolution de l'écart de production et de l'inflation. Il n'est pas certain que ce puisse être toujours le cas.

Les relations entre offreurs et demandeurs de crédit, leur inscription dans un temps plus ou moins long affectent la séquence des déséquilibres de marché. Il s'agit alors de faire en sorte que la distribution de crédits ne permette pas que ces déséquilibres se forment de manière pérenne et cumulative. Et il apparaît, plus ou moins explicitement, que l'évitement de processus cumulatifs n'est réductible, ni au contrôle de l'offre de monnaie, ni à celle du taux d'intérêt et doit bien davantage à la façon dont l'architecture du système monétaire et financier dans son ensemble affecte les comportements sur des marchés hétérogènes et en déséquilibre.

Pour que l'inflation soit modérée (non cumulative), les agents privés doivent avoir des anticipations inélastiques qui proviennent de leur capacité cognitive à déterminer les véritables causes de l'inflation et de la capacité des autorités monétaires et des banques à être en phase avec les besoins de l'économie à long terme. Bien que réagissant aux déséquilibres de marché, les entreprises déterminent les prix en se projetant dans le futur. Le degré de rigidité ou de flexibilité dépend, alors, des implications attendues de la politique monétaire et budgétaire, et notamment de ses implications sur les offres et demandes futures. Une relative rigidité dans la formation des prix est susceptible de permettre que les anticipations soient inélastiques au lieu de constituer la source d'un biais inflationniste. Porteuse de modération des tensions inflationnistes, elle est garante d'une capacité de croissance relativement équilibrée de l'économie dans le futur.

Suivant cette perspective, les coûts de l'inflation résultent du désordre que celle-ci crée, au delà d'un certain seuil, dans les prix relatifs, dans la répartition des revenus et des richesses et dans la structure temporelle de la capacité productive en ayant pour effet d'empêcher les mécanismes de marché de bien fonctionner. Le vrai problème auquel sont confrontés les agents n'est pas qu'ils prennent une variation du niveau général des prix pour une variation des prix relatifs, mais qu'ils sont dans l'incapacité d'interpréter correctement les signaux de prix qui résultent de changements de prix relatifs dus au processus inflationniste. Il s'ensuit que des réallocations nécessaires de ressources ne sont pas effectuées, alors que d'autres le sont qui ne devraient pas avoir lieu. Autant une

inflation trop basse est coûteuse en termes d'emplois perdus, rendant, en outre plus difficile les adaptations structurelles nécessaires, autant une inflation forte va de pair avec un raccourcissement de l'horizon temporel, un recul des investissements et des destructions menaçant la viabilité de l'économie (Georgescu-Roegen 1968). Alors que des prix visqueux constitue un ancrage qui aide à stabiliser l'économie, des prix excessivement flexibles et erratiques font que la stabilité inter-temporelle est détruite, créant possiblement les conditions d'une forte inflation, une flexibilité qui peut être attribuée au caractère erratique des déséquilibres de marché eux mêmes tributaires des dysfonctionnements du système monétaire et financier (Heymann et Leijonhufvud 1995, Leijonhufvud 1997).

Cette inflation est, en toute hypothèse, alimentée par le crédit et la création monétaire. Pour autant, il n'existe aucune causalité automatique entre déficit public, distribution de crédits et tensions inflationnistes. Le crédit privé est susceptible d'alimenter l'inflation en l'absence de déficit public dès lors que les marchés sont en état d'excédent de demande.<sup>2</sup> Au lieu d'incriminer systématiquement le déficit des finances publiques, il importe, alors, de considérer comment évoluent, respectivement, dettes privées et dettes publiques avant de formuler un diagnostic sur l'origine de tensions inflationnistes (ou déflationnistes).

## **5. Monnaie et marché**

Le consensus créé autour des objectifs de la politique monétaire est questionnable dans la mesure où il repose sur des hypothèses singulièrement contestables sur l'origine et la nature des fluctuations. L'économie de marché est supposée essentiellement stable. Le mouvement naturel de l'économie est censé être celui décrit par la théorie des cycles réels et ne doit rien aux conditions monétaires ou financières. Ces cycles sont impulsés par des chocs technologiques stochastiques, nécessairement limités, et propagés du fait de l'impact de ces chocs sur l'arbitrage entre travail et loisirs par les consommateurs à la fois salariés et propriétaires du capital. Comme le remarque Leijonhufvud (1992/2000 p. 41), ce sont des cycles saisonniers dans le sens où les agents décident de travailler plus quand les conditions d'environnement matérialisées dans leur productivité sont favorables et vice-versa. En outre, le côté production s'ajuste systématiquement au côté

---

<sup>2</sup> Aux Etats-Unis, dans les années 2000, l'inflation est restée faible en dépit du creusement du déficit budgétaire et en dépit de l'endettement croissant des ménages parce que la demande domestique de biens avait en face d'elle une offre étrangère abondante à bas coûts.

demande et l'entreprise est absente de l'analyse. Le changement technologique n'est pas vraiment analysé. Ce qui est analysé c'est l'effet d'un choc technologique anticipé sur les comportements de demande. Les variations de demande conjointement avec les rigidités nominales ont un effet sur les quantités d'équilibre produites et vendues dans la période courante ainsi que sur l'indice de prix. Il n'y a pas de difficultés de coordination. Il n'y a pas d'interrogation sur la manière dont le marché fonctionne, ni *a fortiori* sur le rôle de la monnaie dans ce fonctionnement (Leijonhufvud 1992/2000). Les mouvements de prix des actifs sur les marchés de capitaux n'ont pas d'effets déséquilibrants sur les flux d'investissement. Ce sont ces caractéristiques qui commandent la perception que l'on a des moyens de la politique monétaire. « Obtaining a more desirable pattern of responses to random disturbances therefore requires commitment to a systematic policy rule and not just a (one time) adjustment of the bank's targets » (Woodford 2001 p. 26).

La réalité de l'économie de marché est tout autre. Cette économie est naturellement instable et la monnaie – il faut entendre par là l'organisation monétaire des échanges – fait la différence dans le déroulé des événements en bien comme en mal.

Suivant la formule de Hicks (1989), le marché crée sa propre monnaie (*The market makes its money*). Les transactions ne sont pas simultanées ni ne se font au comptant. Les paiements ont la caractéristique d'échanges de dettes de qualités diverses qui doivent être garanties (Hicks 1989). Ce qui explique le développement du crédit, de ce que Patinkin (1965) a appelé une monnaie interne, d'un système de banques et de marchés financiers, et, finalement, d'une monnaie externe, la monnaie de la Banque centrale.

Les déséquilibres de marché donnent lieu à des ajustements des prix et des salaires nominaux qui prennent du temps, des prix et des salaires qui dévient de leurs valeurs d'équilibre sans que cela reflète une illusion monétaire ou des comportements irrationnels (Tobin 1995). Ainsi, « a critical property of a monetary economy is its proclivity to permit trading to take place at prices that do not keep market cleared, false prices as they are usually termed » (Laidler 2010).

Les marchés de biens dont il est question ici sont des marchés à prix fixes, non pas dans le sens où les prix ne changent pas, mais dans le sens où il existe une tendance à la stabilisation voulue par les producteurs ou par des intermédiaires pour qui il s'agit aussi



bien de garder la confiance des clients que de se mettre en position d'acquérir de l'information sur la réalité du marché. Lenteur et gradualité des ajustements sont l'expression d'un comportement rationnel en présence de marchés multiples et diversifiés. Cette lenteur et cette gradualité sont ce qui fait l'efficacité des économies de marché telle que Hayek les entend<sup>3</sup>. Tout dépend, toutefois, des conditions de monétisation des échanges, de l'organisation bancaire et financière qui prévaut, laquelle est consubstantielle à ces économies. Le régime monétaire, qui incarne cette organisation, détermine les anticipations des agents privés concernant les prix nominaux et les taux d'intérêt et influence leurs décisions d'investissement (Heymann et Leijonhufvud 1995). Il n'est pas question, en l'occurrence, d'imposer aux interventions des autorités monétaires et des banques d'être neutres face à des agents dotés d'anticipations rationnelles et de marchés réputés toujours équilibrés. Bien au contraire, il importe de reconnaître la nature essentiellement monétaire d'une économie de marché dont l'évolution tient à l'articulation entre phénomènes réels et monétaires hors de l'équilibre.<sup>4</sup>

Les marchés modernes de travail sont également des marchés à prix (salaires) fixes. Cela résulte, d'un côté, de l'organisation des travailleurs en syndicats ou de leur mobilité.<sup>5</sup> Cela résulte, d'un autre côté, de l'attitude des employeurs qui répugnent à augmenter les salaires simplement à cause d'une pénurie de main d'œuvre ou, surtout, à les baisser à cause du chômage au risque de s'aliéner ceux qu'ils continuent à employer. Ainsi, pour Hicks, « cette 'rigidité' n'est pas une question d'illusion monétaire, c'est une question de continuité » (Hicks 1974/ 1988 p. 108). Et pour Tobin, « the resistance of money wage rates to excess supply is a feature of the adjustment process rather than a symptom of

---

<sup>3</sup> « C'est seulement sur un marché où l'adaptation est lente comparée au rythme de changement que le processus de concurrence opère continuellement (...) Quand la variété de substituts proches est grande et rapidement changeante, quand il faut du temps pour découvrir les mérites respectifs des alternatives disponibles, ou quand le besoin pour toute une classe de biens apparaît de manière discontinue, à intervalles irréguliers, l'ajustement doit être lent même si la concurrence est forte et active » (Hayek 1948 p. 103)

<sup>4</sup> Le concept de régime monétaire a été, originellement, introduit pour décrire une situation dans laquelle le comportement effectif des autorités doit conforter les anticipations du public. Ce n'est, toutefois, que dans le cas où le public est supposé avoir une complète connaissance de la stratégie politique du gouvernement que ces anticipations sont rationnelles et que l'on doit conclure à la nécessaire neutralité du régime monétaire en question.

<sup>5</sup> Hicks (1989) contraste ainsi les situations respectives de l'Angleterre ou d'autres pays d'Europe et des Etats-Unis. Dans le premier cas les salariés de l'industrie venus de l'agriculture pouvaient difficilement revenir en arrière et se sont organisés en syndicats pour se défendre alors que dans le second ces salariés pouvaient aller vers la frontière et reprendre des métiers liés à l'agriculture.

irrationality » (Tobin 1972 p. 4). Aussi, « rigidities in the path of money wage rates can be explained by workers' preoccupation with relative wages and the absence of any central economy-wide mechanism for altering all money wages together » (Tobin 1972 p. 5)

La justification rationnelle de telles rigidités est que les déséquilibres de marché ne communiquent pas nécessairement les bons signaux au bon moment et qu'il est de ce fait préférable d'attendre de disposer de plus d'information avant d'engager des changements de prix qui auront des effets sur l'investissement et les coûts. De fait, les rigidités nominales, loin de constituer l'origine des déséquilibres, constituent un moyen de prévenir que ces déséquilibres deviennent cumulatifs alors qu'il y a un coût à des variations inappropriées des prix, un coût d'autant plus dommageable que ces variations sont plus fortes.<sup>6</sup>

Des prix visqueux constituent un ancrage qui aide à stabiliser l'économie alors que des prix excessivement flexibles et erratiques font que la stabilité inter-temporelle est détruite, créant possiblement les conditions d'une forte inflation qui va de pair avec des destructions inappropriées de capacité, la disparition des marchés inter-temporels et le raccourcissement de l'horizon temporel des agents.<sup>7</sup> Si l'on se rapporte au monde de Wicksell, contrairement à ce que postule la théorie consensuelle, sans beaucoup de friction dans les ajustements de prix, toute erreur de la Banque Centrale, qui ne parvient pas à établir son taux d'intérêt au niveau du taux naturel (qu'elle ne connaît pas), se traduira par des fluctuations de grande ampleur des prix menaçant gravement la stabilité financière (Leijonhufvud 2007 p.4).

Le degré variable de viscosité des salaires et des prix (la lenteur plus ou moins grande des ajustements) explique la possible instabilité de la courbe de Phillips à court comme à moyen terme. On a pu observer que les salaires nominaux ne commençaient à baisser qu'après une période longue de chômage (Tobin 1972). On pourrait tout aussi bien

---

<sup>6</sup> Dans les termes développés par les relectures de Keynes initiées par Clower (1965) et Leijonhufvud (1968, 1981, 1992) le signe des demandes excédentaires peut différer de celui des demandes notionnelles (walrasiennes). Les variations de prix ou de salaires qui en résulteraient dans l'instant n'iraient pas dans le bon sens et les effets seraient alors d'autant plus dommageables que ces variations sont plus fortes.

<sup>7</sup> Ce qui est particulièrement évident dans le cas des pays anciennement communistes confrontés à une très forte inflation au moment de la transition (voir Heymann et Leijonhufvud 1996)

observer que les salaires n'augmentent pas avant que le plein emploi soit solidement établi ou quand les nouveaux emplois sont précaires.<sup>8</sup>

## 6. Monnaie et production

Keynes, dans les travaux préparatoires de la *Théorie Générale*, distinguait une économie d'échange réel, « which uses money but uses it merely as a neutral link between transactions in real things and real assets and does not allow it to enter into motives or decisions », d'une économie monétaire, « in which money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behaviour of money between the first state and the last » (Keynes 1973 p 408-409). Il en appelle ainsi à formuler une théorie monétaire de la production, dont l'objet est de montrer que « booms and depressions are phenomena peculiar to an economy in which money is not neutral », sachant que « this is not the same thing as to say that the problem of booms and depressions is a purely monetary problem » (ibid. p.411)

Cette théorie prend tout son sens dès lors qu'il est reconnu que produire prend du temps, qu'il faut construire une capacité de production avant de pouvoir l'utiliser. Les distorsions qui affectent la structure temporelle de la capacité de production du fait d'un changement technologique suffisent à engendrer des fluctuations du produit sous l'hypothèse dite de plein rendement (*full performance*), autrement dit dans une économie de troc parfait (Hicks 1973).<sup>9</sup> Lever cette hypothèse conduit à envisager l'effet de la monétisation des échanges sur le cours des événements (Amendola et Gaffard 1998). Non seulement l'accès aux liquidités requises à chaque étape de ce processus façonne le profil suivi, ce qu'il advient du produit, du chômage et de l'inflation, mais

---

<sup>8</sup> Il est intéressant de mentionner ici un texte de Walras largement en accord avec l'analyse que l'on vient de développer et si peu en accord avec les positions de la nouvelle analyse classique. « Il en est 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 des moyens lents. (...) 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)

<sup>9</sup> Ce résultat est important car il signifie que la monnaie n'est pas la seule cause des fluctuations et qu'elle peut, au contraire, aider à les lisser.

l'organisation bancaire et financière, constituée d'un réseau dense de chaînes de promesses conditionnelles, fixe le montant des capitaux engagés et la durée de cet engagement, affectant, par là même, la nature et le montant des investissements réalisés.

Suivant cette perspective, la préférence pour la liquidité procède, non d'un choix ponctuel entre actifs substituables (la monnaie et les titres), mais d'un choix séquentiel consistant pour les entreprises, dans un contexte d'information incomplète, à préserver la gamme de choix futurs la plus large possible (Hicks 1974). Cette liquidité est la propriété d'actifs financiers qui ne sont ni des actifs d'exploitation, ni des actifs spéculatifs, mais sont des actifs de réserve mobilisables pour réaliser les investissements en actifs réels au moment opportun et dans le montant voulu, qu'il s'agisse d'actifs liquides ou d'une capacité assurée d'emprunt auprès des banques. Une entreprise sera d'autant plus liquide qu'elle détient une capacité d'emprunt et la banque pourra affecter l'investissement bien plus par ce canal, qui relève de la relation contractuelle, qu'en faisant varier son taux d'intérêt. La complémentarité, étape après étape, entre liquidités ainsi définies et actifs réels est, ici, essentielle.

Il n'y a guère, en l'occurrence, de différence entre une économie de crédit (ou économie à découverts suivant l'expression de Hicks, 1974) et une économie de marchés financiers (ou économie de fonds propres) puisque ce qui est déterminant en dernier ressort c'est la capacité des entreprises de drainer des fonds pour répondre au besoin d'investir, que ce soit par émission d'actions ou par emprunt auprès des banques (Goodhart 1984, Moore 1988).

La prééminence d'un financement de marché ne dédouane pas de considérer le degré d'engagement des actionnaires, c'est-à-dire aussi bien le volume des capitaux engagés que la durée de cet engagement, lequel 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 sans que cela ne vienne perturber la capacité des entreprises à se projeter à long terme (Mayer 2013).

Il convient, alors, de distinguer, suivant une terminologie empruntée à Hicks, les actionnaires de 'l'extérieur' des actionnaires 'de l'intérieur', les premiers ne s'intéressant qu'au dividende à percevoir et au cours de l'action, les seconds s'intéressant à l'avenir de la société et aux dividendes qu'ils espèrent percevoir dans l'avenir, les premiers voulant encaisser un dividende aussi élevé que possible le plus vite possible, alors qu'il est dans

l'intérêt des seconds de conserver les profits dans l'entreprise (Hicks 1989 p. 89). Ainsi, le degré d'engagement dépend-il de la structure de l'actionnariat. Un actionnariat individuel dispersé ou la concentration de la propriété du capital entre les mains d'une famille sont une garantie de stabilité de l'engagement. La détention de volumes d'actions élevés par des fonds d'investissement activistes peut, au contraire, constituer un facteur de volatilité des cours rendant instable la capacité d'engagement.<sup>10</sup>

Dans ces conditions, la distribution de dividendes ne saurait être considérée comme équivalente à la rétention de profits (Mayer 2013). Plus élevés sont les dividendes versés, plus fréquents sont les recours à des émissions d'actions pour financer l'activité, plus les actionnaires détiennent de pouvoir. La crédibilité de l'engagement des actionnaires vis-à-vis des autres parties prenantes dans l'entreprise peut s'en trouver affectée. Elle sera affaiblie dès lors que la structure de l'actionnariat change avec pour effet de réduire la durée de cet engagement en privilégiant les actionnaires impatientes. La pratique du rachat de leurs propres actions par les entreprises, au détriment des dépenses d'investissement, s'inscrit dans cette évolution.

Cet engagement financier est d'autant plus décisif, qu'il commande un engagement réel des salariés, des fournisseurs ou des clients. Un emploi 'solide' (non 'fluide'), des grilles de salaires stables et des salaires équitables, qui assurent la continuité de l'engagement des salariés, sont le corollaire de la patience des détenteurs de capitaux qu'il s'agisse d'actionnaires ou de banques classiques (dites de proximité).

## **7. Les règles de politique monétaire**

Est-ce à dire que la quantité de monnaie est endogène ? Si l'on peut considérer que les entrepreneurs obtiennent les fonds qu'ils demandent au taux d'intérêt fixé, il n'en demeure pas moins que les conditions d'engagement des détenteurs de capitaux, orientent le type d'investissement retenu et, par suite, la nature et l'ampleur des déséquilibres de marché à venir.

---

<sup>10</sup> Le problème a, naturellement, une dimension juridique. « Le fait que le droit des sociétés favorise l'une ou l'autre de ces deux formes d'actionnariat est évidemment beaucoup plus lourd de conséquences sur l'emploi que le caractère plus ou moins protecteur du Droit de licenciement. Tracer de nouvelles limites aux pouvoirs des actionnaires, qui les oblige à tenir compte de la pérennité de l'entreprise à laquelle ils apportent des capitaux, serait de nature à restituer à la capacité d'entreprendre la place première qu'elle n'aurait jamais dû perdre en économie » (Supiot 2010 p. 112).

Ainsi, des taux d'intérêt bas et/ou un engagement financier long favorisent des investissements longs, c'est-à-dire exigeant de longs détours de production susceptibles d'engendrer une distribution de pouvoir d'achat sans contrepartie immédiate en production de biens de consommation, des excédents de demande, des tensions inflationnistes dont la durée fait courir le risque qu'elles deviennent cumulatives en raison d'une spirale prix - salaires. Des taux d'intérêt élevés et un engagement financier court favorisent des investissements courts auxquels sont associées des tensions inflationnistes modérées peu susceptibles d'être cumulatives.

En fait, les choses peuvent être plus compliquées. Il peut arriver que des taux d'intérêt bas aillent de pair avec un engagement financier court et vice-versa. Il n'est pas opportun d'augmenter le taux d'intérêt en phase de relance de l'activité si cela doit affecter négativement la capacité d'investissement productif. Mais les garder à un niveau bas fait aussi courir le risque de hausses purement spéculatives des prix des titres, sans effet donc sur l'investissement productif. Cela signifie qu'il faut dissocier les effets de variations des taux d'intérêt de ceux produits par des variations des moyens de financement disponibles et qu'il faut, sans doute reconnaître le bien fondé d'une certaine rigidité des taux d'intérêt. Cela signifie qu'il convient de prendre en considération les conditions de l'allocation inter-temporelle des moyens de financement ou, plus exactement, la façon dont joue la contrainte de financement au cours du temps (Amendola 1991, Amendola et Gaffard 1998, Pollin 2005). Cette exigence ne fait que traduire la nécessité de reconnaître le temps nécessaire pour produire impliquant d'ailleurs que le taux d'intérêt courant n'influence guère l'investissement de la période dès lors que celui-ci n'est qu'un maillon d'une chaîne d'investissements successifs et complémentaires les uns des autres dont l'abandon aurait un coût considérable (Hicks 1989).

Dès lors, les règles monétaires ne peuvent pas être rigides. Ainsi que Hicks l'a souligné, le système de crédit « must be managed by a Central Bank, whose operations must be determined by judgement, and cannot be reduced by a mechanical rule » (1967, p. 164). En d'autres termes, « a measure of accommodation by the banking system in response to real cyclical growth is appropriate. But there is no easy criterion for exactly what measure of accommodation is appropriate » (Leijonhufvud 1990 p. 126). En fait, dans un contexte de changement structurel, l'adoption de règles rigides, impliquant d'optimiser

sous la présomption fautive que les erreurs de perception concernant le taux d'intérêt naturel ou le taux de croissance potentiel sont de faible ampleur, s'avère coûteuse en termes d'inflation et de chômage. La meilleure stratégie n'est pas d'adopter de telles règles, mais de procéder à des ajustements aux changements du taux d'inflation et du niveau d'activité, impliquant un certain degré d'inertie (Orphanides et Williams 2002).

Une politique monétaire efficace est d'autant plus difficile à établir qu'elle interagit avec les comportements bancaires et financiers. Les autorités monétaires ont ainsi à se préoccuper des variations de prix des actifs financiers. L'évaluation des actifs sur le marché financier a une forte influence sur la liquidité disponible et, par suite, sur les dépenses d'investissement et la restructuration de l'activité économique. Il est donc important de savoir en quoi et comment cette évaluation dépend de la politique monétaire. Une politique monétaire restrictive peut déprimer l'évaluation des actifs et par suite le financement de marché des investissements. A l'opposé une politique monétaire accommodante peut se traduire par une augmentation de la valeur des titres et rendre plus facile pour les entreprises d'atteindre leurs objectifs d'accumulation de capital. Cependant, l'accroissement du prix des actifs peut aussi créer des distorsions dans la structure de la capacité productive en entraînant une accumulation de capital excessive au regard de la croissance de la demande. L'exubérance des marchés peut se traduire par des investissements excessifs au regard de la demande future de biens finals. Le pseudo taux naturel d'intérêt aura été surévalué et un retournement des anticipations est inévitable. Un taux d'intérêt trop élevé empêche des investissements nécessaires. Un taux d'intérêt trop bas laisse se faire des investissements inadaptés.

Il y a une autre dimension au problème qui tient, non pas aux comportements d'investissement des entreprises, mais aux comportements strictement financiers de ces mêmes entreprises et des banques. L'exigence de rentabilité exprimée par les actionnaires (les fonds de pension, par exemple) entraîne les entreprises à racheter leurs propres actions, à distribuer des dividendes accrus, à procéder à des restructurations visant simplement à augmenter leur rentabilité immédiate. Elle a pour conséquence de raréfier le financement des investissements à long terme, c'est-à-dire, des investissements dont le temps de gestation est long et qui coûtent longtemps avant de rapporter. Dans ce cas de figure, des prix des actifs élevés et des taux d'intérêt bas ne sont nullement le garant que les entreprises accèdent au financement nécessaire à

l'innovation. Une distorsion se forme dans la structure des investissements, au détriment des investissements à long terme.

D'un autre côté, l'offre de crédit procède, dans une large mesure, du processus d'augmentation ou de réduction de l'endettement des banques, lequel se produit via un réseau complexe de liens financiers des établissements bancaires et autres institutions financières entre eux, signifiant une étroite interdépendance entre actifs et passifs des banques et leur niveau d'endettement (Battiston et alii 2016). Des mesures monétaires de facilités quantitatives changent à la fois des conditions de liquidité des banques et les prix des actifs financiers, contribuant à façonner la dynamique d'endettement des banques et les volumes de crédit qu'elles accordent au secteur réel.

Il est difficile, dans ce contexte, pour la Banque Centrale de prétendre piloter son taux d'intérêt en se rapportant à l'évolution du prix des actifs financiers. Cela ne fait guère de sens d'introduire le prix des actifs dans la règle de fixation du taux d'intérêt. Mais il n'est pas moins difficile de se désintéresser du prix des actifs financiers au motif faux que les marchés financiers seraient efficaces. Les autorités monétaires peuvent avoir le point de vue qu'il est préférable d'alimenter en liquidité l'économie quand une bulle spéculative éclate plutôt que d'augmenter le taux d'intérêt avec le risque de provoquer une récession de l'activité économique ou encore de pratiquer une politique de facilités quantitatives quand le taux d'intérêt est à sa borne inférieure (zéro). Mais cela ne saurait dispenser de politiques de régulation et de politiques prudentielles seules aptes à prévenir la formation de bulles spéculatives. Ni d'une réflexion et d'une action sur l'organisation bancaire et financière.

L'objet de cette organisation est de réconcilier offre et demande de biens dans le temps, de réconcilier les évaluations inter-temporelles. Cette réconciliation est rendue nécessaire du seul fait de la division du travail entre entreprises produisant sous des technologies à rendements croissants et faisant usage de biens intermédiaires produits par d'autres entreprises également en rendements croissants. La profitabilité des investissements d'une entreprise dépend de l'échelle à laquelle opèrent ses offreurs, ses clients mais aussi ses concurrents (Leijonhufvud 1992/2000, Richardson 1960). Cela requiert le recours à un capital patient garantissant des engagements contractuels préalables qui permettent de minimiser les risques.



Dans pareille perspective, il n'existe pas de taux d'intérêt naturel, pas de taux réel d'intérêt d'équilibre qui agirait comme ancrage politique. En effet, "depending on the monetary policy rule, the economy's fragility to boom-bust cycles may be high or low, with significant implications for the long-run evolution of output and real interest rates" (Borio et alii 2018:2).

Plus généralement, au lieu d'établir une règle monétaire dans le but de contrarier les effets de la rigidité des prix sur l'équilibre inter-temporel, le régime monétaire est conçu dans le but de favoriser cette même rigidité et de contenir les fluctuations hors de l'équilibre.

### **8. Monnaie et budget**

Dans le monde des modèles d'équilibre général stochastique dynamique, si l'inflation anticipée excède l'objectif fixé, la Banque centrale augmente fortement et brusquement son taux d'intérêt pour ramener le taux d'inflation au niveau requis sans délai. Dans un tel monde, le gouvernement devrait être réticent à pratiquer une politique budgétaire expansionniste, car il anticipera que toute augmentation de la demande globale entraînée par la hausse des dépenses publiques sera contrebalancée par une réduction équivalente due à l'action de la Banque centrale quand celle-ci est indépendante et applique la règle fixée. D'ailleurs, quand la politique monétaire est restrictive et la politique budgétaire laxiste, l'absence de financement monétaire du déficit public fait que la dette publique augmente. Il arrive un moment où la solvabilité budgétaire n'est plus assurée. Sauf réduction drastique du déficit, il n'y a alors pas d'autre solution qu'une monétisation de la dette et, par suite, de fortes tensions inflationnistes (Sargent et Wallace 1981). Pour échapper à cette arithmétique déplaisante, il suffirait d'imposer une règle budgétaire. En d'autres termes, il n'y a pas vraiment place pour un mixage de politique monétaire et de politique budgétaire.

Cette arithmétique est, toutefois, démentie quand l'on reconnaît que les déséquilibres s'enchaînent les uns après les autres, peuvent s'amplifier, se résorber ou se compenser suivant la façon dont les marchés fonctionnent. Ainsi, un excès d'offre de biens et du chômage peuvent être suivis par un excès de la demande et des tensions inflationnistes. Dès lors, augmenter les dépenses publiques aujourd'hui et augmenter corrélativement la dette publique réduiront l'excès d'offre et le chômage tandis que taxer les revenus plus tard réduira l'excès de demande et les tensions inflationnistes. En l'occurrence,

l'accroissement de la dette publique ne diminue pas la consommation courante, tandis que le remboursement ultérieur de cette dette réduira la consommation future pour le bien de l'économie sur l'ensemble de la période. « The temporal structure of Keynesian policy fits the temporal maldistribution of excess demands left uncorrected by intertemporal price adjustments » (Leijonhufvud 1992/2000 p. 37). Inutile, alors, de dire que le théorème d'équivalence Ricardienne énoncé par Barro (1974) entre taxer demain et taxer aujourd'hui (entre l'emprunt et l'impôt), qui veut que la politique de déficit budgétaire soit inefficace, ne tient que sous l'hypothèse qu'il existe un équilibre général inter-temporel. Quand un déficit budgétaire fait suite à une hausse de l'épargne privée et à un recul de l'activité, la vraie question est de savoir pendant combien de temps il faut accepter un déficit budgétaire et quel doit être son montant avant que la dépense publique puisse être relayée par la reprise de la dépense privée. « The lesson to be drawn from these cases is that effective policies to combat a severe recession have to be conducted by *solvent* governments. A state is solvent, roughly speaking, if (rationally) *expected* future surpluses will balance present deficits. That expectation, in turn, requires the belief that the political consensus needed to carry out such a budget programme over time can be reached and can be maintained » (Leijonhufvud 2009 p. 752).

Quand une politique monétaire restrictive contraint l'investissement comme ce fut le cas en Europe dans les années 1990, c'est le profil des fluctuations qui est modifié. L'insuffisance récurrente des investissements a pour effet, cycle après cycle, de diminuer le taux de croissance compatible avec la stabilité des prix ainsi que le taux de chômage qui n'accélère pas l'inflation, ce que d'aucuns appellent le taux de chômage d'équilibre, dans la mesure où des investissements réduits *aujourd'hui* signifient un niveau de production moindre *demain* et par suite une barrière inflationniste plus rapidement atteinte. Une contrainte imposée simultanément sur le déficit budgétaire entretient et aggrave les fluctuations. Elle induit une baisse des dépenses publiques en phase de récession, accentuant le ralentissement et contribuant à réduire la durée de la phase ultérieure de reprise en pesant sur l'investissement public. Elle laisse libre cours à la possibilité de baisser les impôts sans baisse corrélative des dépenses publiques en période d'expansion, créant des tensions inflationnistes qui peuvent amener en retour un durcissement de la politique monétaire et un retournement prématuré de la conjoncture. Aucune contrainte effective n'est introduite dans les phases d'expansion du

cycle, mais les récessions sont amplifiées, qui ne sont pas interprétables comme des écarts à une tendance prédéterminée, mais bien comme une phase d'une évolution essentiellement endogène que la contrainte budgétaire contribue à façonner. Les règles, censées faire échapper à l'arithmétique déplaisante décrite par Sargent et Wallace (1981), font plonger dans une dynamique des déséquilibres fortement déplaisante. Face aux déséquilibres réels elles peuvent constituer un facteur aggravant.

Quand, comme cela s'est produit aux Etats-Unis dans les années 2000, le taux d'inflation est contenu en dépit d'un endettement croissant des ménages, au vu de la règle monétaire, il n'y a pas lieu d'augmenter le taux d'intérêt ni de s'inquiéter de sa diminution. L'application stricte de la règle monétaire n'a, cependant, pas empêché le déficit budgétaire de se creuser. La foi dans les vertus de la règle et la mauvaise appréciation des véritables causes des variations de prix ont masqué le caractère insoutenable de la dette privée et empêché de s'attendre à l'éclatement de la crise financière qui devait aboutir à un nouveau creusement du déficit budgétaire.

Quand le déficit budgétaire et la dette publique se sont creusés à la suite d'une chute de l'activité, et si, comme ce fut cas avec la crise des dettes souveraines dans la zone euro, la Banque centrale s'en tient à endiguer une inflation mythique en maintenant son taux d'intérêt voire en l'augmentant, les marchés financiers deviennent les maîtres du jeu et imposent une hausse, en l'occurrence fortement différenciée des taux d'intérêt. Ce sont les marchés, et non la Banque centrale, qui imposent, via les taux d'intérêt, une forme de discipline budgétaire. Cette arithmétique a toutes chances de provoquer une nouvelle chute de l'activité et un nouveau creusement du déficit budgétaire.

Dans toutes ces situations, l'arithmétique déplaisante de l'équilibre cède devant la dynamique, non moins déplaisante, du déséquilibre porteuse d'instabilité, laquelle appelle un *policy mix* qui prenne en considération le rôle du temps face aux ajustements rendus nécessaires par les chocs structurels, signifiant par là qu'aussi bien des tensions inflationnistes que des déficits budgétaires doivent être acceptés temporairement quand ce sont des facteurs manifestes de coordination d'économies naturellement en déséquilibre.

## **9. Un aperçu d'histoire monétaire**

« Monetary theory is less abstract than most economic theory ; it cannot avoid its relation to reality (...) It belongs to monetary history » (Hicks 1967 p. 156).

Leijonhufvud (1990/2000) s'inscrit dans cette perspective en se référant à des régimes monétaires, le régime de convertibilité et le régime de contrôle monétaire. Le propre d'un régime de convertibilité externe, tel qu'il a été conçu dans le cadre des accords de Bretton-Woods et tel qu'il a effectivement fonctionné, est d'être un régime de convertibilité atténuée qui permet à la quantité de monnaie d'être rapportée aux besoins cycliques de l'économie. Ainsi, « if price elasticities of the excess demands for tradables are relatively low and if capital mobility is slight or effectively restricted, the country can exercise some significant policy discretion in the short run and have its price level vary relative to the world price level (also in the short run) » (Leijonhufvud 1990/2000 p. 120). Un mixage entre règle et choix discrétionnaire est implicitement réalisé. Ce régime ne tient plus quand ces conditions ne sont plus réunies et quand le pays qui dispose de la monnaie au centre du système (en l'occurrence le dollar), pour quelque raison que ce soit, n'est plus discipliné en matière monétaire et budgétaire. Des mouvements cumulatifs exagèrent l'amplitude des fluctuations et rendent illusoire l'ancrage nominal. Les effets des décisions discrétionnaires ne sont plus contrôlés. C'est bien ce qui s'est produit et qui a conduit à l'abandon de ce régime monétaire tel qu'il avait été codifié.

Le régime monétaire qui s'est imposé après la rupture avec les accords de Bretton Woods est un régime dit de contrôle de la quantité de monnaie impliquant de moduler celle-ci en fonction des besoins de l'économie en moyen de paiements. Toute latitude est laissée aux Banques centrales qui peuvent en abuser surtout si elles sont dépendantes du gouvernement. C'est bien la raison pour laquelle le principe de l'application de règles s'est rapidement imposé. La règle de départ est celle imaginée par Friedman qui consiste à fixer un taux de croissance de l'agrégat monétaire de référence. Mais encore fallait-il qu'existe un lien stable entre cet agrégat monétaire et les moyens de paiement effectivement disponibles. Ce qui s'est avéré rapidement impossible. Les innovations financières ont répondu à la tentative de piloter le système financier au moyen du seul contrôle d'un agrégat monétaire strictement défini. Une politique retenant pour cible le taux d'intérêt et non un agrégat monétaire s'est, alors, progressivement imposée avec pour objectif de contrôler le taux d'inflation.

Une interdépendance est alors apparue entre cette politique monétaire et l'évolution des structures de financement au détriment de la stabilité nécessaire impliquant de fournir

les moyens de paiement requis au moment requis. Les institutions financières ont répondu à la nouvelle donne monétaire en innovant et en créant de nouvelles pratiques et de nouveaux instruments financiers, rendant l'offre de crédit toujours plus aisée. En outre, les contraintes et régulations issues du *New Deal* ont été progressivement réduites, permettant aux banques commerciales de modifier leurs pratiques et de concurrencer les banques d'investissement. Les nouveaux instruments financiers ont permis une diversification des risques sous la forme de titres adossés sur des collatéraux constitués de pools de prêts, éliminant apparemment l'avantage détenu par les banques. Celles-ci ont, alors, dû s'orienter vers des activités de marché quand leur part dans le financement global régressait au bénéfice de financement de marché. Ce qu'a permis l'abandon du *Glass-Steagall Act* qui imposait la séparation entre banque commerciale et banque d'investissement.

Dans ce nouveau contexte, la volatilité des taux d'intérêt ne pouvait que jouer un rôle négatif. Des taux trop élevés favorisaient l'innovation financière, des taux trop bas encourageaient la formation de bulles spéculatives. Avec pour résultat une déconnexion entre la politique monétaire et le contrôle des moyens de financement qui ne répondent plus, ni dans un sens ni dans l'autre, aux besoins de l'économie.

L'objectif tenu de limiter sinon de réduire le taux d'inflation n'a en rien assuré la stabilité financière. Des sommes importantes ont effectivement été alloués aux activités d'innovation, mais sans doute trop importantes : la sophistication des instruments financiers, la titrisation généralisée ont créé des facilités financières qui ont alimenté un excès d'investissement et la formation de bulles spéculatives. Les effets combinés de la libéralisation financière et d'une politique monétaire qui se concentre sur l'inflation et n'établit aucune contrainte sur la croissance du crédit, se sont traduits soit par des excès spéculatifs s'agissant du prix des actifs et des flux de crédit, soit par une restriction excessive de l'activité réelle.

La crise de 2008 à laquelle ont conduit ces errements monétaires et financiers, a changé la donne dès lors que le taux d'intérêt était à son niveau plancher (égal à zéro). Des mesures, dites non conventionnelles, de facilités quantitatives (*quantitative easing*) ont, sans doute, été efficaces pour enrayer le mécanisme cumulatif de crise de la dette. Mais elles sont inopérantes par elles-mêmes à permettre une reprise durable de l'activité.

Il y a plusieurs explications à cela forcément liées les unes aux autres. La première est que les entreprises préfèrent continuer à se désendetter (Koo 2009). La deuxième est qu'il n'existe pas une demande de biens et services qui justifierait une demande de crédit et rendrait opportune l'offre de crédit. La troisième est que nombre d'entreprises sont dans l'incapacité d'effectuer des anticipations fiables sur la demande future, et donc de s'engager dans des projets d'investissement à long terme exigeant de disposer d'un capital patient via les banques ou les marchés financiers. L'économie fait alors face à des défaillances inter-temporelles de demande effective signifiant que les entreprises ne peuvent ou ne veulent pas échanger les revenus attendus du produit futur contre les services des facteurs requis pour l'obtenir, plus simplement ne peuvent ou ne veulent pas emprunter pour financer l'investissement. Ce à quoi une politique monétaire de bas taux d'intérêt ne peut, à elle seule, répondre au risque d'ailleurs d'être à l'origine de la formation d'une nouvelle bulle financière (Leijonhufvud 2008). Sans doute faut-il retenir qu'il existe une asymétrie entre les tentatives de restreindre le volume des crédits distribués et celles de l'accroître. Les premières sont possibles quoique peu vraisemblables quand les secondes sont vouées à l'échec.

Si les conditions étaient effectivement réunies pour que les acteurs économiques partagent une vision à long terme, c'est-à-dire si banques et actionnaires étaient en position d'offrir un capital patient, les investissements engagés seraient porteurs d'une croissance durable. Non pas que l'offre de crédit commande la demande, mais parce que l'engagement des détenteurs de capitaux donne l'opportunité aux différentes parties prenantes de l'entreprise de s'engager.

De tels investissements donneraient lieu à une distribution de pouvoir d'achat (au versement de salaires) et donc à une augmentation de la demande courante. Il n'y aurait pas de contrepartie immédiate du côté de l'offre de biens de consommation pour la simple raison qu'il existe un temps de gestation avant que ces investissements ne deviennent opérationnels. Plutôt que de l'abondance de liquidités, c'est de cet excès de la demande sur l'offre de biens que viendrait la hausse des prix tant recherchée aujourd'hui par les banques centrales après avoir été tant combattue.

Cette inflation, alimentée par le crédit, ne serait pas nécessairement cumulative et de longue durée. D'abord parce que les prix pourraient s'avérer relativement rigides : les entreprises faisant le choix d'éviter une volatilité préjudiciable à leur propre calcul

économique ainsi qu'à celui de leurs clients, qui aurait pour effet de raccourcir leur horizon temporel. En outre, cette inflation devrait être temporaire en étant la condition de son extinction future, dans la mesure où elle accompagne la construction d'une offre de biens et services qui viendrait ultérieurement équilibrer la demande. Il y aurait peu de chances, alors, d'observer une dérive des anticipations inflationnistes, en fait une spirale des prix et des salaires. Le but que s'est donné notamment la Banque Centrale Européenne serait ainsi atteint, mais par d'autres voies que celle en lesquelles elle croit ou qu'elle préconise.

Il n'en demeure pas moins que tant que la demande de crédit est atone, non seulement la seule politique monétaire de facilités quantitatives est inefficace, mais les stimuli budgétaires conservent une certaine efficacité. Tout simplement parce que dettes privées et publiques sont interdépendantes et qu'il est opportun, dans la circonstance décrite, d'augmenter les secondes quand les premières diminuent sans que cela ait, nécessairement, pour conséquence une forte inflation ou une hausse significative des taux d'intérêt. L'endettement public compense le désendettement privé, en fait le rend possible en maintenant l'économie à flot (Koo 2009, Eggertsson et Krugman 2012). Ce n'est pas la Banque centrale qui décide de l'inflation ou de la déflation entendues alors comme des phénomènes purement monétaires. Il réapparaît ainsi que « the aim of monetary policy should surely not be to prevent all fluctuations in the general price-level, but to permit those that are necessary to the establishment of appropriate alterations in output and to repress those which tend to carry the alterations in output beyond the appropriate point » (Robertson 1926, p. 39).

L'Union Européenne est, actuellement, bien loin de s'inscrire dans ce schéma d'analyse. La position adoptée par les économistes proches de la Commission Européenne consiste à imputer les difficultés à des causes budgétaires et financières qui viennent se greffer sur des défaillances sur les marchés du travail ramenées à un défaut de libre concurrence (Benassy-Quéré et alii 2018). Les préconisations sont, alors, sans surprise. Il faut rompre le cercle vicieux entre dette des banques et dette des gouvernements domestiques, édicter des règles strictes pour prévenir toute dérive budgétaire, placer les gouvernements sous une surveillance indépendante renforcée, intégrer les marchés financiers et permettre aux intermédiaires financiers de se développer hors des frontières nationales. Quelles que complexes soient concrètement ces préconisations,

elles s'inscrivent dans une analyse monétaire et budgétaire singulièrement classique. Il convient que les gouvernements ne puissent plus s'appuyer sur le système bancaire pour financer leurs déficits et que les banques deviennent peu ou prou des acteurs anonymes sur les marchés financiers. L'endettement public n'est jamais rapporté à l'endettement des entreprises ou des ménages. Il est systématiquement jugé néfaste au delà d'un certain seuil. La discipline imposée par les marchés financiers doit prévaloir en toutes circonstances. En fait, il s'agit toujours de se référer à un équilibre de long terme et de s'assurer d'en être aussi proche que possible. C'est, évidemment, faire fi de l'existence des déséquilibres de marché qui façonnent l'économie à moyen ou long terme, de leurs conséquences monétaires et financières, et de la nécessité d'y pallier grâce à des choix discrétionnaires par nature séquentiels.

Il serait plus approprié de procéder à des réformes de l'organisation bancaire et de la gouvernance des entreprises que de rechercher un approfondissement des marchés d'action et davantage de flexibilité sur les marchés de travail. Non pas pour atteindre on ne sait quel optimum mais pour lisser les fluctuations et maîtriser l'évolution en permettant aux acteurs publics et privés de pouvoir s'impliquer à long terme. De là, la nécessité de mesures visant à dissocier l'activité de crédit de l'activité d'investissement des banques, à favoriser la stabilité de l'actionnariat, à limiter la volatilité des mouvements de capitaux, tous éléments à même de contenir les déséquilibres de marché au cours du temps.

Les politiques monétaires de facilités quantitatives peuvent, alors, devenir des instruments pour déterminer l'offre de crédit et éviter l'émergence de crises financières, en affectant les conditions de liquidité des banques et le prix des actifs financiers. Il s'ensuit que ces politiques ne devraient pas être décrites comme non conventionnelles et leur rôle ne devrait pas être confiné aux situations de taux d'intérêt à leur niveau plancher (Gaffard, Napoletano et Battiston 2018). Il ne s'agit pas tant de gérer les anticipations, comme c'est le cas avec la politique monétaire standard, que de prendre en considération le poids, la nature et l'effet des dettes contractées par les établissements bancaires. Le rôle des quantités dans le canal de transmission de la politique monétaire se trouve ainsi réhabilité (Adrian et Shin 2009).

## **10. Conclusion**



L'analyse monétaire qui continue de faire consensus repose sur la croyance en une stabilité intrinsèque des économies de marché, seulement perturbée par une politique monétaire et une stratégie bancaire inappropriées signifiant, peu ou prou, un biais dans le contrôle de l'offre de monnaie ou de l'offre de crédit. L'analyse monétaire alternative repose sur le constat d'une instabilité intrinsèque de ces mêmes économies de marché possiblement contrôlée (ou pas) par le développement des instruments monétaires et bancaires en réponse aux conditions de fonctionnement des marchés.

L'analyse monétaire, qui continue de faire consensus, conduit à faire du développement des marchés financiers et des réformes structurelles visant à rendre les marchés de biens et du travail plus flexibles les conditions *sine qua non* d'une reprise durable de la croissance.

L'analyse monétaire alternative conduit à reconnaître la nécessité pour qu'une reprise durable ait lieu que les entreprises puissent bénéficier d'un capital patient signifiant de plaider en faveur d'une organisation bancaire, de pouvoirs dévolus aux actionnaires et d'une gouvernance des entreprises allant dans ce sens.

Le contraste ainsi établi entre les deux courants de l'analyse monétaire ne peut que retentir sur les choix de modélisation. Les modèles stochastiques dynamiques d'équilibre général peuvent incorporer les comportements bancaires et financiers mais seulement comme perturbateurs possibles de l'optimum sans considération des déséquilibres de marché ni, d'ailleurs, de l'existence et du rôle des entreprises en tant que coalition d'intérêts dans le fonctionnement de ces marchés.

Une méthode d'analyse alternative suppose de reconnaître que de multiples sentiers peuvent être empruntés dont la configuration est le fruit de l'enchaînement des déséquilibres au centre duquel se trouvent les stocks réels et financiers involontairement accumulés qui en sont l'expression et le vecteur de propagation. Celui qui sera effectivement emprunté devra beaucoup à l'état d'esprit des entrepreneurs, Keynes aurait dit à leurs esprits animaux, en fait à leur attitude par rapport au temps, à leur arbitrage entre investissements productifs et recherche de rente. Il devra surtout aux institutions. Aussi diverses qu'elles puissent être, elles doivent avoir un objectif central : contraindre les chemins suivis, lisser les fluctuations en reconnaissant la nécessité de certaines formes de rigidité ou d'inertie dont l'enjeu est de permettre aux différents acteurs de faire face au jeu combiné de l'incertitude et de l'irréversibilité et de

se projeter dans un temps suffisamment lointain. Le véritable enjeu est, en effet, non de démontrer que l'économie est instable – elle l'est fondamentalement – mais d'en identifier les facteurs de viabilité.

La modélisation requise doit faire place à l'hétérogénéité des agents, à des marchés en déséquilibre de façon à étudier l'impact des rigidités nominales, des limites imposées à l'horizon temporel des agents et des dettes contractées par le secteur privé comme par le secteur public (Haldane et Turrell 2018). De façon aussi à établir comment les déséquilibres sont articulés au cours du temps et à quelle condition le sentier suivi est viable. Ainsi pourraient être effectivement appréhendés les effets de la structure des agrégats sur les performances globales, qu'il s'agisse des structures de production ou de consommation, de la structure des revenus ou des patrimoines, des structures bancaires et financières, de la structure des dépenses publiques ou des impôts. Ainsi pourrait être reconnu le rôle des institutions à commencer par celui des institutions financières et bancaires dans la détermination de la performance globale.

## **Références**

Adrian T., and H.S. Shin (2009): 'Prices and Quantities in the Monetary Policy Transmission Mechanism', *Staff Report, Federal Reserve Bank of New York No 396*.

Amendola M. (1991) : 'Liquidity, Flexibility, and Processes of Economic Change', in L.W. McKenzie and S. Zamagni eds., *Value and Capital Fifty Years Later*, London : Macmillan.

Amendola M. and J-L Gaffard (1998) : *Out of Equilibrium*, Oxford : Clarendon Press.

Barro R.J. (1974): 'Are Government Bonds Net Wealth?', *Journal of Political Economy* 82 (6): 1095-1117.

Battiston, S., Farmer J. D., Flache A., Garlaschelli D., Haldane A. G., Heesterbeek H., Hommes C., Jaeger C., May R. and Scheffer, M. (2016), 'Complexity theory and financial regulation', *Science* 351(6275), 818--819.

Benassy-Quéré et alii (2018): 'Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: a constructive approach to euro area reform', *CEPR Policy Insights* No 91.

Bernanke B., Gertler M., and S. Gilchrist (1999): 'The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework', *Handbook of Macroeconomics*: 1341-1393.

- Blanchard O. and J. Gali (2007) : 'Real wage rigidities and the New Keynesian model', *Journal of Money, Credit and Banking* 39(1): 35-65.
- Borio C., Disyatat P., and P. Rungcharoenkitkul (2018): 'What Anchors for the Natural Rate of Interest', Paper prepared for the Federal Reserve Bank of Boston 62<sup>nd</sup> Annual Conference.
- Clower R. (1965): 'The Keynesian Counterrevolution: a Theoretical Appraisal' in F.H. Hahn and F.P.R. Brechling, *The Theory of Interest Rates*, London: Macmillan.
- Eggertsson G. and P. Krugman (2012) : 'Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap : A Fisher-Minsky-Koo Approach', *Quarterly Journal of Economics* 127 (3) : 1469-1513.
- Friedman M. (1968) : 'The Role of Monetary Policy', *American Economic Review* 58 : 1-17.
- Gaffard J-L, Napoletano M. and S. Battiston (2018): 'Some Reflections on Inflation Targeting, Monetary-Fiscal Policy Interactions, and Non-Standard Monetary Policies', *European Journal of Economics and Economic Policies*, 15 (2): 132-138.
- Georgescu-Roegen N. (1968): 'Structural Inflation – Lock and Balanced Growth', Reprint in *Energy and Economic Myths*, New York: Pergamon Press.
- Gertler M. and N. Kiyotaki (2015): 'Banking, Liquidity, and Bank Runs in an Infinite Horizon Economy', *American Economic Review* 105 (7): 2011–2043.
- Gertler M., Kiyotaki N. and A. Prestipino (2016): 'Wholesale Banking, and Bank Runs in Macroeconomic Modeling of Financial Crisis', *Handbook of Macroeconomics* 2: 1345–1425.
- Goodhart C.A.E. (1984) : *Monetary Theory and Practice : the UK Experience*, London : Macmillan.
- Haldane A.G. and A.E. Turrell (2018): 'An Interdisciplinary Model for Macroeconomics', *Oxford Review of Economic Policy* 34 (1-2): 219-251.
- Hayek, F.A. (1933): *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Reprints of Economic Classics, Augustus Kelley
- Hayek, F.A. (1948): *Individualism and Economic Order*, Chicago: University of Chicago Press. Reprinted (1980).

Heymann D. and A. Leijonhufvud (1995): *High Inflation*, Oxford : Oxford University Press.

Hicks J.R (1947): 'World Recovery after War: a Theoretical Analysis', *The Economic Journal* 57: 151-164. Reproduced in J.R. Hicks (1982): *Money, Interest, and Wages, Collected Essays on Economic Theory, volume II*, Oxford: Basil Blackwell.

Hicks J.R. (1969): *A Theory of Economic History*, Oxford: Clarendon Press.

Hicks J.R. (1973): *Capital and Time*, Oxford: Clarendon Press.

Hicks J.R. (1967): *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford: Clarendon Press.

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

Hicks J.R. (1973): *Capital and Time*, Oxford: Clarendon Press.

Hicks J.R. (1977): 'Monetary Experience and the Theory of Money', in *Economic Perspectives*, Oxford: Clarendon Press

Hicks J.R. (1989): *A Market Theory of Money*, Oxford: Clarendon Press. Traduction française (1991): *Monnaie et marché*, Paris: Economica.

Kaldor N. (1982): *The Scourge of Monetarism*, Oxford : Oxford University Press. Traduction française (1985) : *Le fléau du monétarisme*, Paris, Economica.

Keynes J.M. (1930) : *A Treatise on Money*, London: Macmillan

Keynes J.M. (1936) : *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, London : Macmillan.

Keynes J.M. (1973): *The General Theory and After: Part I. Preparation*, Collected Writings Volume 13, E. Johnson and D. MOggridge Eds, London: Royal Economic Society.

Koo R.C. (2009): *The Holy Grail of Macroeconomics Lessons from Japan's Great Recession*, Wiley & Sons.

Laidler D. (2010): 'The Monetary Economy and the Economic Crisis', University of Western Ontario, Economic Policy Research Institute Working Paper Series 2010-1

Leijonhufvud A. (1968): *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, London: Oxford University Press.

Leijonhufvud A. (1973) : 'Effective Demand Failures', *Swedish Journal of Economics* 75 (1): 27-48, reproduced in A. Leijonhufvud (1981).

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

Leijonhufvud A. (1981): *Information and Coordination*, Oxford: Oxford University Press.

Leijonhufvud A. (1990) : 'Monetary Policy and the Business Cycle under "Loose" Convertibility, in A. Courakis and C. Goodhart, eds, *The Monetary Economics of John Hicks*, supplement to *Greek Economic Review* 12. Reproduit in A. Leijonhufvud (2000).

Leijonhufvud A. (1992) : 'Keynesian Economics : Past Confusions, Future Prospects', in A. Vercelli and N. Dimitri, eds, *Macroeconomics : a Survey of Research Strategies*, Oxford : Oxford University Press. Reproduced in A. Leijonhufvud (2000).

Leijonhufvud A. (1997): 'Macroeconomic Complexity: Inflation Theory', in B. Arthur, S. Durlauf and D. Lane eds., *The Economy as Evolving Complex System II*, New York: Addison Wesley and the Santa Fe Institute.

Leijonhufvud A. (2000): *Macroeconomic Instability and Co-ordination*, Cheltenham: E. Elgar.

Leijonhufvud A. (2007): 'Monetary and Financial Stability', *CEPR Policy Insights* No 14.

Leijonhufvud A. (2008): 'Keynes and the Crisis', *CEPR Policy Insights* No 23.

Leijonhufvud A. (2009): 'Out of the Corridor: Keynes and the Crisis', *Cambridge Journal of Economics* 33: 741-757.

Lundberg E. (1937): *Studies in the Theory of Economic Expansion*, Stockholm: Stockholm economic studies. (1964): Reprints of Economic Classics, New York, Augustus Kelley.

Mayer C. (2013): *Firm Commitment*, Oxford: Oxford University Press

Moore B. (1988): *Horizontalists and Verticalists: the Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge: Cambridge University Press.

Orphanides A., and J.C. Williams (2002): 'Robust Monetary Policy Rules with Unknown Natural Rates', *Brookings Paper on Economic Activity* 2: 63-145.

Patinkin D. (1965): *Money, Interest, and Prices*, 2nd edition, New York: Harper & Row. Traduction française (1972): *La monnaie, l'intérêt et les prix*, Paris: Presses

Universitaires de France.

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

Pollin J-P (2003) : 'Une Macroéconomie sans Monnaie' *Revue d'Economie Politique*, ???

Pollin J-P (2005) : 'Théorie de la politique monétaire', *Revue Economique* 56 (3) : 507-539.

Richardson G.B (1960): *Information and Investment. A Study in the Working of the Competitive Economy*, Oxford: Clarendon Press. Reed. 1990.

Robertson D. (1926) : *Banking Policy and the Price Level*, London : King.

Romer D. (2000) : 'Keynesian Macroeconomics without LM Curve', *The Journal of Economic Perspectives* 14 (2) : 149-169.

Sargent T. and N. Wallace (1981): 'Some Unpleasant Monetarist Arithmetic' *Federal Reserve Bank Minneapolis Quarterly Review*, autumn: 1-17.

Skidelsky R. (2009): *Keynes: The Return of the Master*, New York: Public Affairs.

Supiot A. (2010): *L'esprit de Philadelphie: la justice sociale face au marché total*, Paris: Le Seuil.

Tobin J. (1972): 'Inflation and Unemployment', *American Economic Review* 62: 1-18.

Tobin J. (1995): 'The Natural Rate as a New Classical Macroeconomics', in R. Cross *The Natural Rate of Unemployment*, Cambridge: Cambridge University Press.

Walras L. (1874): *Eléments d'économie pure*, Réédition (1988) : Œuvres complètes, tome VIII, Paris : Economica.

Wicksell K. (1898): *Geldzins und Guterpreise*, Jena: Gustav Fisher. Translation in English *Interest and Prices* (1936). (1965): Reprints of Economic Classics New York: Augustus Kelley.

Wicksell K. (1934): *Lectures on Political Economy*, London: George Routledge & Sons. (1977): Reprints of Economic Classics New York: Augustus Kelley.

Woodford M. (2002) : 'Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy', mimeo, Princeton University.

Woodford M. (2003): *Interest and Prices, Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.



## ABOUT OFCE

---

The Paris-based Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), or French Economic Observatory is an independent and publicly-funded centre whose activities focus on economic research, forecasting and the evaluation of public policy.

Its 1981 founding charter established it as part of the French Fondation nationale des sciences politiques (Sciences Po), and gave it the mission is to “ensure that the fruits of scientific rigour and academic independence serve the public debate about the economy”. The OFCE fulfils this mission by conducting theoretical and empirical studies, taking part in international scientific networks, and assuring a regular presence in the media through close cooperation with the French and European public authorities. The work of the OFCE covers most fields of economic analysis, from macroeconomics, growth, social welfare programmes, taxation and employment policy to sustainable development, competition, innovation and regulatory affairs.

## ABOUT SCIENCES PO

---

Sciences Po is an institution of higher education and research in the humanities and social sciences. Its work in law, economics, history, political science and sociology is pursued through [ten research units](#) and several crosscutting programmes.

Its research community includes over [two hundred twenty members](#) and [three hundred fifty PhD candidates](#). Recognized internationally, their work covers [a wide range of topics](#) including education, democracies, urban development, globalization and public health.

One of Sciences Po’s key objectives is to make a significant contribution to methodological, epistemological and theoretical advances in the humanities and social sciences. Sciences Po’s mission is also to share the results of its research with the international research community, students, and more broadly, society as a whole.

## PARTNERSHIP

---