

## VARIA

Une passion de l'égalité particulièrement insatiable  
en France

De la monnaie cosmopolitique

La macroéconomie à l'épreuve des faits

Financial Markets, Banks, and Growth:  
Disentangling the Links

VARIA

**ofce**

## OFCE

L'Observatoire français des conjonctures économiques est un organisme indépendant de prévision, de recherche et d'évaluation des politiques publiques. Créé par une convention passée entre l'État et la Fondation nationale des sciences politiques approuvée par le décret n° 81.175 du 11 février 1981, l'OFCE regroupe plus de 40 chercheurs français et étrangers, auxquels s'associent plusieurs *Research fellows* de renommée internationale (dont trois prix Nobel). « Mettre au service du débat public en économie les fruits de la rigueur scientifique et de l'indépendance universitaire », telle est la mission que l'OFCE remplit en conduisant des travaux théoriques et empiriques, en participant aux réseaux scientifiques internationaux, en assurant une présence régulière dans les médias et en coopérant étroitement avec les pouvoirs publics français et européens. Philippe Weil préside l'OFCE depuis 2011, à la suite de Jean-Paul Fitoussi, qui a succédé en 1989 au fondateur de l'OFCE, Jean-Marcel Jeanneney. Le président de l'OFCE est assisté d'un conseil scientifique qui délibère sur l'orientation de ses travaux et l'utilisation des moyens.

### Président

Philippe Weil

### Direction

Estelle Frisquet, Jean-Luc Gaffard, Jacques Le Cacheux, Henri Sterdyniak, Xavier Timbeau

### Comité de rédaction

Christophe Blot, Jérôme Creel, Estelle Frisquet, Gérard Cornilleau, Jean-Luc Gaffard, Éric Heyer, Jacques Le Cacheux, Sandrine Levasseur, Françoise Milewski, Lionel Nesta, Hélène Périvier, Henri Sterdyniak, Xavier Timbeau

### Publication

Philippe Weil (directeur de la publication), Gérard Cornilleau (rédacteur en chef), Laurence Duboys Fresney (secrétaire de rédaction), Najette Moumimi (responsable de la fabrication)

### Contact

OFCE, 69 quai d'Orsay 75340 Paris cedex 07

Tel. : +33(0)1 44 18 54 87

mail : [revue@ofce.sciences-po.fr](mailto:revue@ofce.sciences-po.fr)

web : [www.ofce.sciences-po.fr](http://www.ofce.sciences-po.fr)

## VARIA

- Une passion de l'égalité particulièrement insatiable en France. . . . . 5**  
Michel Forsé
- De la monnaie cosmopolitique. . . . . 19**  
Maxime Parodi
- La macroéconomie à l'épreuve des faits . . . . . 57**  
Jean-Luc Gaffard
- Financial Markets, Banks, and Growth: Disentangling the Links . . 105**  
Alessandro Giovannini, Maurizio Iacopetta, and Raoul Minetti

Les propos des auteurs et les opinions qu'ils expriment n'engagent qu'eux-mêmes  
et non les institutions auxquelles ils appartiennent.

# UNE PASSION DE L'ÉGALITÉ PARTICULIÈREMENT INSATIABLE EN FRANCE<sup>1</sup>

**Michel Forsé**

CNRS

Chercheur associé à l'OFCE

---

Pour les opinions de la population d'une majorité de pays dans le monde, les inégalités salariales sont en hausse et contribuent à former une société injuste, tandis que dans le même temps la mondialisation accroît les écarts entre les pays riches et les pays pauvres. Cette perception des inégalités et de leur évolution n'est pas nécessairement en adéquation avec les niveaux ou les mouvements de ces inégalités tels que révélés par les indices statistiques usuels appliqués nationalement. Ainsi, en France, on juge davantage qu'ailleurs que les inégalités de revenus sont trop grandes, bien qu'elles se situent dans la moyenne des pays suivis par l'OCDE. Et là où elles sont élevées, comme aux États-Unis, on les trouve peu importantes. La France se caractérise au total par une « passion de l'égalité » très prégnante qui s'explique par le décalage entre un idéal égalitaire de justice sociale (commun à tous les pays) et cette perception d'inégalités plus fortes qu'ailleurs.

*Mots-clés* : Justice sociale, inégalités, mondialisation.

---

De quelle manière les inégalités ou les injustices sont-elles perçues dans le monde ? Et, de ce point de vue, la France occupe-t-elle une position particulière où la « passion de l'égalité » (Forsé *et al.*, 2013) se trouverait être plus vive qu'ailleurs ?

---

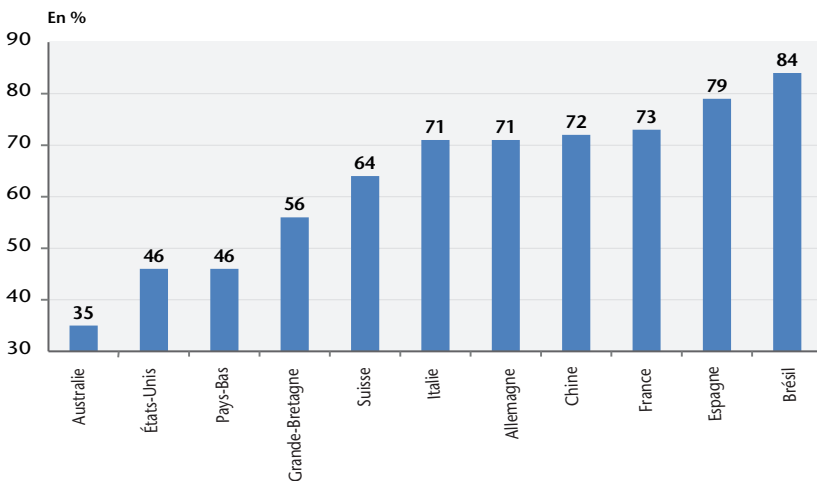
1. Cet article reprend une communication faite à l'Académie des Sciences morales et politiques le 2 décembre 2013.

## 1. Pour les opinions d'une majorité de pays, les inégalités salariales en hausse contribuent à former une société injuste et la mondialisation accroît les écarts entre les pays riches et les pays pauvres.

Pour répondre à ces interrogations, nous allons commencer par nous appuyer sur les résultats d'un sondage représentatif par quota réalisé dans douze pays en avril 2010 par l'IFOP pour la Fondation Jean Jaurès (avec un total de 7 203 interviews, cela fait une moyenne de 600 enquêtés âgés de 18 ans ou plus par pays).

On demandait tout d'abord aux enquêtés de juger si leur société était juste ou injuste. Or, dans ce panel, seuls les habitants de l'Australie, des États-Unis et des Pays-Bas disent en majorité que leur société est juste (cf. graphique 1). À l'inverse, 73 % des Français considèrent que leur société est injuste ; un score qui n'est dépassé qu'en Espagne (79 %) et au Brésil (84 %) et qui est à peu près équivalent à celui de la Chine (72 %). Ce chiffre est d'ailleurs du même ordre que celui que l'on trouve dans le baromètre de la DREES (Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques sous tutelle des ministères des Affaires Sociales, de l'Économie et de l'Emploi) – un sondage réalisé annuellement par BVA auprès de 4 000 personnes résidant en France.

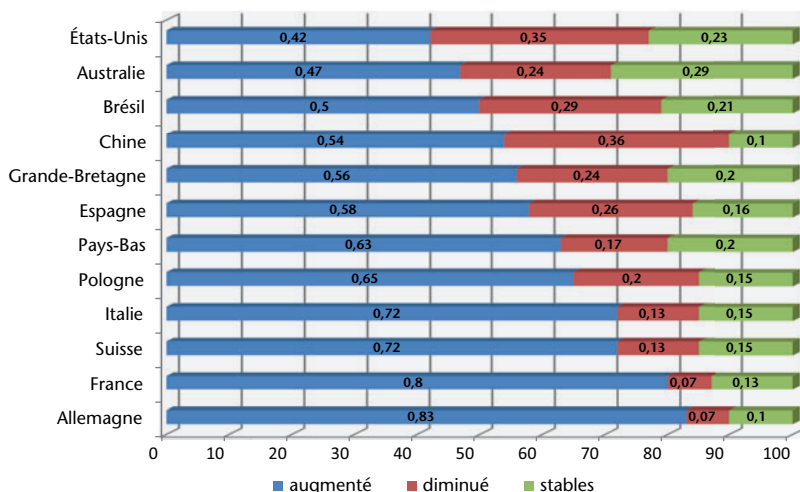
Graphique 1. Pourcentages d'enquêtés déclarant que la société dans laquelle ils vivent est injuste



Source : IFOP – Fondation Jean Jaurès, 2010.

La deuxième question du sondage de l'IFOP a trait à la dynamique passée des inégalités. On demande aux enquêtés de dire si, selon eux, elles ont augmenté, diminué ou sont restées stables au cours des dix dernières années. Ici, on observe un clivage entre, d'une part, des pays européens percevant majoritairement un accroissement des inégalités et d'autre part des pays anglo-saxons, ainsi que ceux ayant connu une forte croissance économique, qui expriment des perceptions plus partagées (cf. graphique 2).

**Graphique 2. Globalement, depuis 10 ans, diriez-vous que les inégalités dans votre pays ont augmenté, diminué ou sont restées stables ?**



Source : IFOP – Fondation Jean Jaurès, 2010.

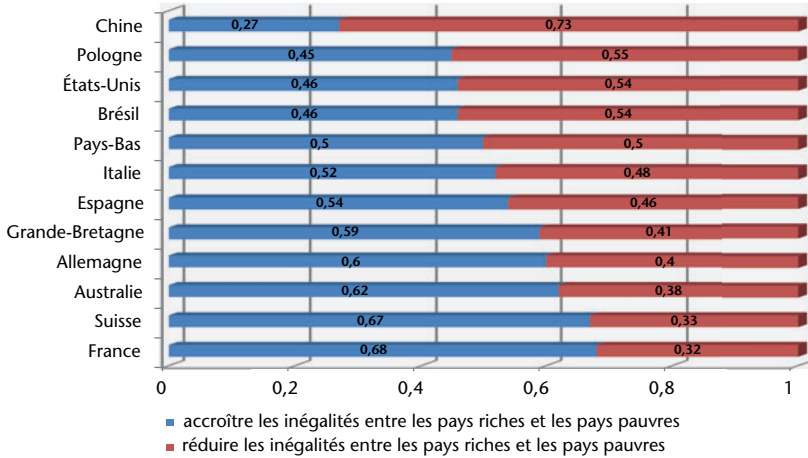
La troisième question concerne les inégalités que les enquêtés considèrent être les plus injustes parmi une liste de six et touchant : aux salaires, au patrimoine, au traitement différencié entre les immigrés et les nationaux, à l'accès aux soins de santé, au logement et à l'éducation. De ce point de vue, partout, sauf en Australie et au Brésil où l'accès aux soins de santé vient en premier, les inégalités salariales sont jugées être les plus injustes.

Enfin une quatrième question touche au rôle positif ou négatif de la mondialisation vis-à-vis des inégalités entre pays riches et pays pauvres. Ici, en France, comme dans la majorité des pays, on pense surtout que la mondialisation et le développement des échanges économiques contribuent à accroître les écarts entre pays



riches et pays pauvres (cf. Graphique 3). À l'inverse aux États-Unis et dans les pays en développement comme la Chine, la Pologne ou le Brésil, on considère majoritairement que la mondialisation réduit les inégalités entre pays riches et pays pauvres.

**Graphique 3. Pensez-vous que la mondialisation et le développement des échanges économiques contribuent plutôt à... ?**



Source : IFOP – Fondation Jean Jaurès, 2010.

## 2. Relativement aux autres pays, la France se caractérise par sa passion de l'égalité

Tous ces résultats montrent que relativement aux autres pays de cette étude, la France se caractérise par une sensibilité élevée aux inégalités. Si dans la plupart des pays (et notamment tous les pays d'Europe de l'Ouest), on pense que la mondialisation a pour effet d'accroître les inégalités entre pays riches et pays pauvres, c'est en France que cette appréciation est la plus forte. Dans la plupart des pays, on estime que la société est injuste et que les inégalités ont progressé au cours des dix dernières années, mais la France est celui (après le Brésil et l'Espagne pour l'injustice, et après l'Allemagne pour la progression des inégalités) où ces sentiments sont conjointement les plus prégnants. Enfin dans tous les pays (à l'exception de l'Australie et du Brésil), les inégalités de salaires sont considérées comme celles qui sont les plus importantes, mais cette opinion est particulièrement

répandue en France (qui n'est sur ce point devancée que par la Pologne ; on notera au passage que si les inégalités d'accès aux soins de santé viennent très souvent en deuxième position, en France ce sont les inégalités de logement qui occupent cette place, voir le tableau 1). Il ne fait donc guère de doute que les Français témoignent encore aujourd'hui de cette « passion pour l'égalité » que Tocqueville (1835-1840) diagnos-tiquait au XIX<sup>e</sup> siècle.

**Tableau 1. Dans votre pays, parmi les inégalités suivantes, quelles sont les deux qui vous semblent les plus injustes ?**

En %

Les inégalités de salaire		Les inégalités d'accès aux soins		Les inégalités de patrimoine	
Pologne	83	Brésil	55	Chine	51
France	69	Pologne	45	États-Unis	31
Suisse	69	Australie	44	Allemagne	30
Espagne	66	Allemagne	40	Italie	29
Allemagne	56	États-Unis	40	Suisse	27
Italie	56	France	29	Pologne	25
Pays Bas	55	Grande Bretagne	28	Pays Bas	23
Chine	53	Italie	28	Espagne	19
Grande Bretagne	48	Pays Bas	23	France	15
Brésil	44	Suisse	19	Australie	14
États-Unis	41	Chine	15	Grande Bretagne	12
Australie	36	Espagne	9	Brésil	11

Les inégalités d'accès au logement		Les inégalités entre les (nationalité du pays) et les immigrés		Les inégalités d'accès à l'éducation	
Espagne	40	Grande Bretagne	44	Brésil	40
France	39	Pays Bas	34	Allemagne	22
Grande Bretagne	31	Italie	33	Australie	22
Brésil	29	Australie	33	États-Unis	21
Australie	28	Espagne	28	Chine	17
Chine	26	Suisse	26	France	16
Suisse	17	États-Unis	22	Grande Bretagne	16
Italie	16	France	16	Italie	14
Pays Bas	16	Allemagne	16	Espagne	13
Pologne	14	Pologne	5	Suisse	13
États-Unis	12	Chine	5	Pays Bas	10
Allemagne	4	Brésil	2	Pologne	8

Source : IFOP – Fondation Jean Jaurès, 2010

### 3. Au-delà des différences nationales, la passion de l'égalité est davantage prégnante dans les mêmes groupes sociaux

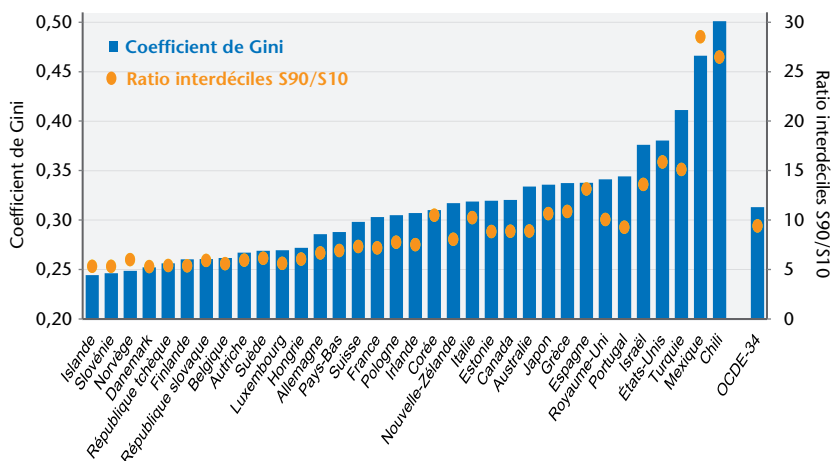
Au travers de tout ceci, la France et les États-Unis apparaissent comme deux pays ne percevant pas les inégalités ou la justice sociale de la même manière. Prenons leur exemple – sans étendre le raisonnement à tous les pays car cela serait sûrement trop long et fastidieux –, mais sans perte de généralité, pour montrer qu'au-delà de ces différences nationales ce sont pourtant les mêmes groupes sociodémographiques qui soutiennent à peu près les mêmes opinions. Ainsi, dans les deux pays, les femmes ont plus tendance que les hommes à juger leur société injuste. De même, ce sont davantage les plus âgés que les plus jeunes, les catégories populaires plutôt que les catégories supérieures, les revenus modestes plutôt que les revenus élevés, les ruraux davantage que les urbains qui trouvent leur société injuste. Bien sûr, ils ne le font pas au même niveau dans chaque pays, sinon nous n'observerions pas les différences nationales fortes qui ont été soulignées. Mais la propension de chacun de ces groupes à juger la situation juste ou injuste est à peu près similaire d'une société à l'autre. Autrement dit, sur ces questions de perception des inégalités ou des injustices, les consensus sont plus sociaux que nationaux.

### 4. Il n'y a pas de rapport de causalité simple et direct entre inégalités objectives et subjectives

Il faut noter que ce n'est pas le niveau objectif de l'inégalité économique dans un pays qui explique sa plus ou moins forte passion pour l'égalité. Si cette passion est particulièrement forte en France, il n'en demeure pas moins que, d'après les données de l'OCDE, ce n'est pas le pays, parmi ceux qui adhèrent à cette organisation internationale, où les inégalités de revenus sont les plus fortes. Loin de là. Elle est plutôt dans une moyenne favorable, dirons-nous (*cf.* graphique 4). En termes dynamique, si l'on suit l'indicateur de Gini du milieu des années 1980 au début des années 2000, la France se caractérise par une grande stabilité. La passion de l'égalité n'est donc pas le résultat mécanique d'une augmentation des inégalités. À l'inverse aux États-Unis, l'inégalité est élevée (nettement plus qu'en France) et a davantage augmenté

depuis 1985, et pourtant, comme nous l'avons vu, c'est un pays où, en niveau, la passion de l'égalité est moins élevée qu'en France.

**Graphique 4. Coefficient de Gini du revenu disponible des ménages et écart entre les 10 % des plus riches et les 10 % les plus pauvres, en 2010**



Source : OCDE, 2013.

Remarquons au passage que, du côté objectif, les données de l'OCDE montrent aussi que si les pays riches ont en général tendance à connaître une faible inégalité de revenu, une croissance rapide des revenus ne suffit pas à entraîner une réduction de l'inégalité (c'est par exemple le cas de l'Australie).

## 5. En France tout particulièrement on juge que les inégalités de revenus sont trop grandes

Mais revenons au côté subjectif qui est donc un sujet en soi puisqu'il n'est pas le simple décalque du versant « objectif » – ce qui ne l'empêche pas d'être tout aussi réel et d'avoir des effets sur la réalité (par exemple politique) au moins aussi importants, si ce n'est plus.

Une autre enquête que celle utilisée jusqu'ici, celle de l'ISSP (*International Social Survey Programme*) en 2009, était à la fois internationale et centrée sur le thème des inégalités. Pour simplifier, nous ne retiendrons que 12 pays parmi les 45 qui participent à ce programme mondial de sondage. Cela donne un échantillon

(aléatoirement constitué dans chaque pays) de 20 635 individus âgés de 18 ans ou plus (soit en moyenne environ 1 700 enquêtés âgés de 18 ans ou plus par pays).

Or on y retrouve une certaine exception française, par exemple sur la question de savoir si les différences de revenus sont trop grandes. Certes, il y a un consensus international très élevé pour affirmer être plutôt ou fortement d'accord avec l'idée qu'elles sont effectivement trop grandes : en moyenne 85 % des enquêtés partagent ce jugement. Et ce sont à nouveau les États-Unis (à moins 20 points en dessous de cette moyenne internationale, suivis à moins 10 points par l'Australie et la Suède puis, avec un écart négatif moindre à cette moyenne, par le Japon et la Grande-Bretagne) qui, avec 65 % de personnes se disant d'accord, vont le moins dans le sens de ce consensus. Mais, comme dans les autres pays, on y trouve tout de même une large majorité pour affirmer que, pour ce qui est de leur société, les différences de revenus sont trop élevées. Pour discriminer entre les réponses nationales, il faut donc plutôt se tourner vers la différence entre ceux qui se disent tout à fait d'accord et ceux qui sont seulement plutôt d'accord avec ce diagnostic. On constate alors que la France se singularise à nouveau par l'intensité de sa vision pessimiste de l'état des inégalités (*cf.* tableau 2).

**Tableau 2. A propos de votre pays, diriez-vous que les différences de revenus y sont trop grandes ?**

En %

	Tout à fait d'accord	Plutôt d'accord	Ni l'un ni l'autre	Plutôt en désaccord	Tout à fait en désaccord	Total
Argentine	38	54	4	3	1	100
Australie	28	46	17	8	2	100
Chine	38	52	5	4	0	100
France	<b>69</b>	22	6	2	1	100
Allemagne	52	37	6	4	1	100
Japon	43	35	15	4	3	100
Pologne	53	35	7	4	1	100
Afrique du Sud	43	50	4	2	0	100
Espagne	32	59	5	4	0	100
Suède	32	41	17	8	2	100
Grande-Bretagne	29	48	15	6	1	100
États-Unis	27	37	18	14	4	100
Ensemble	43	42	9	5	1	100

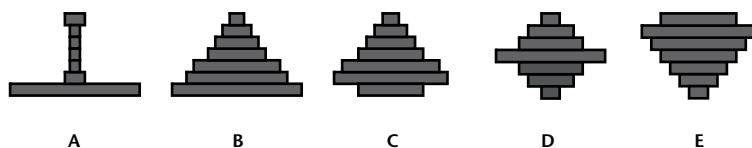
Source : ISSP 2009.

C'est le seul pays (parmi les douze retenus) où l'on trouve un tel niveau (70 %) de personnes se déclarant fortement d'accord avec l'idée que les écarts de revenus sont trop importants. En Allemagne et en Pologne, il y a certes une courte majorité (52 ou 53 %) pour le penser, mais dans tous les autres pays cette opinion est minoritaire (davantage aux États-Unis qu'ailleurs). Le niveau très élevé de radicalité atteint en France est donc bien exceptionnel.

## 6. Les pyramides sociales perçues et souhaitées

On peut encore une fois retrouver ce résultat sur des questions pourtant très différentes dans leur forme. Dans la même enquête de l'ISSP, on demandait aux enquêtés à quel type de pyramide sociale leur société leur paraissait ressembler en leur proposant de choisir entre cinq dessins (cf. graphique 5). Chaque dessin était accompagné d'un petit commentaire afin de s'assurer que tous le comprendraient de la même manière. On disait ainsi que la pyramide A formait une société composée « d'une petite élite au sommet, [de] très peu de gens au milieu et [de] la grande masse en bas ». La pyramide B, « une société en forme de pyramide avec une petite élite en haut, beaucoup de gens au milieu et encore plus en bas ». La pyramide C, « une sorte de pyramide, mais avec très peu de gens en bas ». La pyramide D, « une société avec la plupart des gens au milieu ». Et enfin, la pyramide E, une société avec « beaucoup de gens proches du sommet et très peu à la base ». Cette question était posée de manière identique en 1999 et 2009 mais, comme on observe peu de variations des réponses entre ces deux dates, on se contente de se centrer sur 2009.

Graphique 5. Les cinq types de pyramides sociales dans l'enquête de l'ISSP



Trois pays choisissent prioritairement la société A, sans classe moyenne avec une grande masse en bas et une petite élite au sommet. Ce sont des pays en développement dont le PIB est faible : l'Afrique du Sud, l'Argentine et la Pologne. La Chine échappe

à ce modèle puisqu'elle choisit d'abord, comme en moyenne dans tous les autres pays, la société fortement hiérarchisée de type B, c'est-à-dire une société très inégalitaire où les pauvres sont les plus nombreux, comme si les interventions de l'État-Providence (revenu minimum, etc.) ne parvenaient pas à en réduire la proportion. Or le plus surprenant est que, pour ce qui est de ce choix, la France devance non seulement la Chine mais tous les autres pays de ce panel (*cf.* tableau 3). C'est d'abord en France que l'on voit la société ressembler à une pyramide parfaite. Dans les autres pays développés, cette opinion est moins prononcée (au moins dix points en dessous), même aux États-Unis. Au travers d'un questionnement de forme très différente, nous retrouvons donc bien à nouveau cette vision particulièrement sévère de l'état des inégalités en France.

Pourtant l'aspiration à plus d'égalité se concrétise, comme partout, par le choix de la pyramide de type D – celui d'une classe moyenne démographiquement dominante. À partir des mêmes dessins, on demandait en effet aussi aux enquêtés de choisir la pyramide qu'ils préféreraient pour leur pays. Or ici le consensus international est très clair. Dans tous les pays, développés ou en voie de développement, on opte en priorité pour le type D, avant notamment le type E qui représenterait en quelque sorte une société d'abondance (*cf.* tableau 4). Entre 1999 et 2009, la structure du résultat ne varie guère (on notera qu'en 1999 nous n'avons pas de données pour l'Afrique du Sud, la Chine et l'Argentine). En particulier, le type D reste le choix prioritaire des Français. Toutefois, ils sont plus nombreux (+ 7 %) à se porter vers cette préférence aujourd'hui, au détriment des types plus inégalitaires. En Espagne, cette même progression n'est que très légèrement inférieure, mais dans les autres pays la variation entre les deux dates n'est pas significative. Nous sommes en France donc à la fois face à un souci de justice qui se maintient, comme partout, et qui conduit à choisir une pyramide sociale plus égalitaire que celle perçue, et à la fois face à une légère accentuation de ce choix, traduisant une exigence un peu plus grande de davantage d'égalité relativement à l'inégalité de ce que l'on juge être la situation existante.

**Tableau 3. Quelle pyramide sociale caractérise le mieux selon vous votre pays ?**

En %

	Type A	Type B	Type C	Type D	Type E	Total
Argentine	46	36	9	7	2	100
Australie	7	29	23	38	3	100
Chine	22	47	13	14	3	100
France	18	51	17	12	2	100
Allemagne	19	35	23	19	4	100
Japon	11	39	26	20	4	100
Pologne	37	33	14	13	4	100
Afrique du Sud	51	30	8	8	3	100
Espagne	17	41	22	17	4	100
Suède	7	23	30	38	2	100
Grande-Bretagne	14	42	19	22	3	100
États-Unis	17	40	15	26	3	100
Ensemble	25	38	17	18	3	100

Source : ISSP 2009.

**Tableau 4. Quelle pyramide sociale souhaiteriez-vous pour votre pays ?**

En %

	Type A	Type B	Type C	Type D	Type E	Total
Argentine	1	4	12	51	32	100
Australie	1	4	13	58	24	100
Chine	2	8	11	44	36	100
France	1	5	20	52	23	100
Allemagne	1	10	18	57	13	100
Japon	1	9	17	56	17	100
Pologne	2	7	8	49	35	100
Afrique du Sud	3	8	9	46	33	100
Espagne	1	7	14	57	21	100
Suède	0	3	12	52	32	100
Grande-Bretagne	1	6	15	61	16	100
États-Unis	3	7	14	49	27	100
Ensemble	2	7	13	51	27	100

Source : ISSP 2009.

## 7. Une société de classes moyennes

Pour expliquer ce résultat, il est intéressant d'observer l'écart qui existe entre la pyramide choisie pour décrire la situation nationale et celle que l'on obtient en agrégeant les choix individuels d'auto-positionnement sur une échelle de dix statuts socio-économiques. Il était en effet demandé aux enquêtés de se



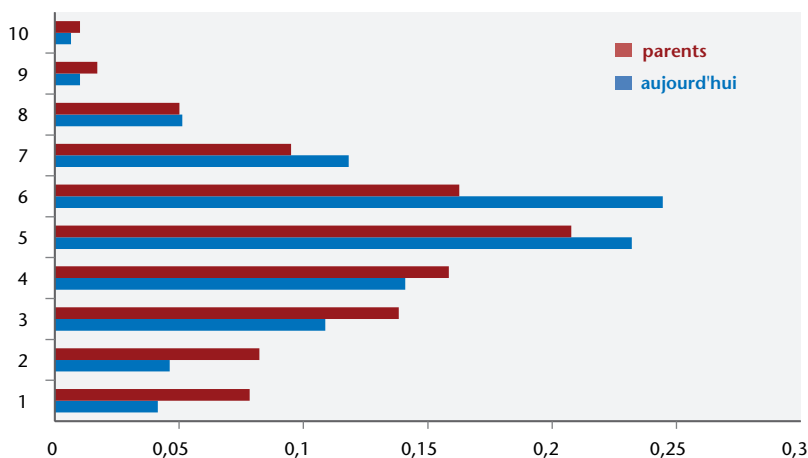
positionner sur une échelle à 10 « barreaux » qui leur était présentée verticalement (de 10 pour le sommet à 1 pour le bas) dans le questionnaire de l'ISSP. Or, les enquêtés manifestent (en France comme ailleurs) une nette tendance à se situer sur les degrés intermédiaires. Ceux qui se situent, par exemple de par leurs revenus, plutôt en bas, ont tendance à se positionner eux-mêmes un peu plus haut et ceux qui se situent objectivement plutôt en haut ont à l'inverse tendance à se placer un peu plus bas qu'ils ne le sont, si bien qu'en cumulant tous ces choix, la pyramide qui se dessine ressemble à celle de type D, celle souhaitée, et non à celle de type B, considérée majoritairement comme effective. En se portant davantage vers la moyenne, les enquêtés décrivent donc peut-être moins leur situation objective (ce qui leur était pourtant demandé) que leur souhait, qui s'avérerait alors sous cet angle (aussi) être guidé par une préférence pour davantage d'égalité que ce qu'ils perçoivent comme étant réalisé.

La même question était posée aux enquêtés à propos du statut social des personnes chez qui ils vivaient (le plus souvent leurs parents) lorsqu'ils étaient enfants. Dans l'ensemble, les pyramides continuent de ressembler à celle de type D mais la différence avec la précédente traduit dans tous les pays un sentiment d'ascension sociale par rapport au milieu d'origine, notamment parce que les échelons les plus bas (1 à 4) sont moins peuplés, tandis les échelons intermédiaires (5 à 7) le sont davantage (*cf.* graphique 6). Les niveaux les plus hauts (9 et 10) se dépeuplent certes légèrement mais ils restent démographiquement très peu importants. Pour les deux générations, on a le sentiment d'une classe moyenne plus nombreuse, toutefois ce sentiment se renforce nettement pour la génération actuelle comparée à celle des parents. Tous les pays suivent peu ou prou ce modèle. En Chine, l'accroissement des échelons intermédiaires s'explique en revanche beaucoup plus qu'ailleurs par la très forte diminution démographique de l'échelon le plus bas (il perd 19 %).

Un sentiment d'ascension sociale vis-à-vis de ses parents n'est en tous cas pas contradictoire avec le souhait d'une pyramide plus égalitaire en raison du fait que davantage de personnes rejoindraient des statuts sociaux intermédiaires. Relativement à ce souhait commun, la situation actuelle dans l'image que s'en font les enquêtés apparaît être en décalage, surtout en France pour

ce qui est des pays développés mais aussi dans les pays moins développés de notre panel (Chine, Afrique du Sud, Argentine, Pologne, dans cet ordre).

**Graphique 6. Autopositionnement en 2009 sur une échelle de dix statuts socio-économiques en moyenne dans douze pays participant à l'enquête de l'ISSP (Argentine, Australie, Chine, France, Allemagne, Japon, Pologne, Afrique du Sud, Espagne, Suède, Grande-Bretagne, États-Unis). Autopositionnement de l'interviewé aujourd'hui et de celle de ses parents lorsqu'il était enfant**



Source : ISSP 2009.

## 8. Conclusion

L'exception française, cette passion très prégnante de l'égalité qu'on y observe, notamment en regard des pays comparables, s'explique au total par le décalage entre un idéal égalitaire de justice (commun à tous les pays) et une réalité des inégalités perçues comme étant plus importantes qu'ailleurs. Il faut toutefois aussi observer pour conclure que si l'on souhaite davantage d'égalité, et ce d'autant plus que l'inégalité perçue est considérée comme élevée, on n'opte pas pour autant pour une situation parfaitement égalitaire. Les opinions des enquêtés traduisent un espoir de diminution des inégalités pour aller vers plus de justice sociale mais pas une totale et absolue disparition de toute inégalité. Il y a alors place pour un débat raisonnable où il s'agit de se demander à quel degré il serait souhaitable de réduire les inégalités. Et pour un tel débat, il est important de noter que la perception des

inégalités et de leur évolution n'est pas nécessairement en adéquation avec les niveaux ou les mouvements de ces mêmes inégalités mesurés par les statistiques.

### Références bibliographiques

Forsé M., O. Galland, C. Guibet Lafaye et M. Parodi, 2013, *L'égalité, une passion française ?*, Paris, Armand Colin.

OCDE, 2013, *La crise amoindrit les revenus et retentit sur les inégalités et la pauvreté. Nouveaux résultats issus de la Base de données de l'OCDE sur la distribution des revenus*, Paris, Publications de l'OCDE.

Tocqueville A., 1835-1840, *De la Démocratie en Amérique*, rééd. 1986, *De la Démocratie en Amérique, Souvenirs, L'Ancien Régime et la Révolution*, Paris, Robert Laffont.

## DE LA MONNAIE COSMOPOLITIQUE

**Maxime Parodi**

OFCE

---

Une monnaie cosmopolitique est une monnaie unique à plusieurs nations et fondée explicitement sur une forme de co-souveraineté. Une telle monnaie n'est possible qu'en acceptant une politique monétaire et des politiques budgétaires et fiscales fondées sur des raisons partagées, où chacun est responsable des engagements monétaires qu'il prend et coresponsable de la capacité de chacun à mener une politique économique adéquate. Pour durer, cette monnaie exige une attention soutenue sur les divergences macroéconomiques entre les partenaires et les difficultés que rencontre chacun ; elle impose une concertation ouverte sur les raisons de ces divergences et de ces difficultés ; elle nécessite une force de propositions sur les remèdes possibles, à court, moyen et long terme ; enfin, elle exige la coopération volontaire de chacun, à condition toutefois d'en avoir la capacité.

Une telle coopération monétaire repose sur une union cosmopolitique, qui est comme une société toujours en train de se faire mais jamais achevée entre des partenaires conservant leur souveraineté. Une telle union n'écrit pas de contrat social ; elle ne promulgue pas nécessairement de lois ou de traités pour résoudre ses problèmes, même lorsqu'elle est convaincue de la nécessité d'une réponse collective au problème. Face à certains problèmes hautement conflictuels, il n'y aura ainsi pas d'autre choix que d'en passer par le jugement commun des gouvernements cosouverains. Dans ce cas, la seule garantie que peuvent espérer obtenir les partenaires de l'union, c'est que le jugement commun traduira le mieux possible l'esprit de l'union, la volonté de continuer à faire le chemin ensemble.

*Mots-clés* : Monnaie ; Cosmopolitisme ; Euro ; Union européenne

---

**E**n 1999, tandis que naissait l'euro, Henri Mendras diagnostiquait que l'Europe souffrait du « *mal de Bodin* ». Chaque nation s'accrochait à sa souveraineté tout en ayant le sentiment de la perdre irrémédiablement. Et la monnaie unique était un pas de plus,

un bond même que les politiques ne voulaient pas voir. Mais le mal était plus profond : « Les vrais responsables du mutisme des politiques, écrivait-il, [ce] sont les juristes qui n'ont pas produit une nouvelle doctrine juridique de la souveraineté partagée » (Mendras, 1999, p. 83). Il en appelait à une forme de co-souveraineté construite par un dialogue continu entre les pouvoirs nationaux, infra-nationaux et supranationaux. Dix ans plus tard, le diagnostic demeure presque inchangé. Dans *La république crépusculaire* (2010), Jean-Marc Ferry vient même le compléter. Oui, le projet européen semble en difficulté ; certains espoirs ne se sont pas réalisés, en particulier celui de l'éveil d'une Europe démocratique qui suivrait nécessairement l'unification des marchés. Mais juge-t-on l'Europe sous le bon horizon ? Était-ce cela le projet européen : construire une république européenne en y transférant la souveraineté de chaque nation ? Il semble que non. L'Europe n'a jamais avancé dans cette direction qu'à reculons ; tout ce qu'elle construit s'inscrit en revanche parfaitement sous l'horizon *cosmopolitique* et il faut aujourd'hui plutôt chercher le sens du projet européen de ce côté-ci. Il ne s'agit pas alors d'abandonner la souveraineté nationale pour une souveraineté supranationale dans laquelle une majorité d'Européens ne se reconnaît pas ou trop peu, mais de construire une co-souveraineté en décroissant chacune des souverainetés. Le projet est inédit et, de ce fait, difficile à expliciter – c'est la source même du « mal de Bodin » – mais l'idée se trouvait déjà chez Kant dans son projet *Pour la paix perpétuelle* (1795).

Toutes les institutions européennes peuvent au fond se lire sous ce nouvel horizon. Toutes ? Selon de nombreux auteurs, la monnaie unique fait exception en nous engageant résolument sur le chemin d'une souveraineté supranationale (Sargent, 2011 ; Aglietta, 2012), sauf à devoir disparaître. Il faut donc se poser la question : une monnaie cosmopolitique est-elle possible ? A-t-elle une chance de durer ou bien est-elle condamnée à disparaître à plus ou moins longue échéance ?

## 1. La critique cosmopolitique de la souveraineté

La notion de souveraineté est héritée de Jean Bodin (1530-1596). Il définit celle-ci comme fondement de l'État et principe de l'unité nationale. Cette association est évidemment décisive et

marque le début des théories politiques modernes. Auparavant, la légitimité de la monarchie dérivait directement de Dieu. C'est pourquoi il était impératif que le roi et tous ses sujets partagent la même religion. Or, à l'époque où Bodin écrit, cette doctrine était mise à mal par la guerre entre les Protestants et les Catholiques. Il devenait illusoire d'unir le royaume autour d'une seule communauté de foi. Il fallait reconstruire le corps politique sous un nouveau principe. La souveraineté tient précisément ce rôle en permettant à cette nouvelle union de se personnifier en l'État et le roi. Désormais le roi commande parce qu'il incarne le souverain, qui est dans le même temps la substance de l'union de tous les sujets sur un territoire.

Si Bodin justifie la monarchie absolue, l'invention de la souveraineté est d'une portée bien plus vaste : elle livre un principe d'unité du peuple en une nation et de légitimité pour construire un État. Et, de fait, on la retrouve au cœur de la plupart des doctrines politiques concernant l'État moderne. Elle impose un cadre de pensée particulièrement prégnant, au point parfois de passer inaperçue, comme une lentille sur une pupille. Elle possède néanmoins des traits caractéristiques qu'il importe ici d'identifier<sup>1</sup>. Tout d'abord, la souveraineté est *absolue* ; elle est le terme définitif de toute légitimité et commande donc à chacun irrévocablement. Ensuite, la souveraineté est *indivisible* ; elle détient le seul pouvoir qui compte, celui de donner et de reprendre le pouvoir, et par conséquent elle détient en dernière instance tous les pouvoirs ; elle exerce ainsi, entre autres, un monopole sur la législation. Enfin, la souveraineté est *perpétuelle* ; elle ne peut être transférée à une autre instance sans se renier.

La doctrine de la souveraineté impose une perspective juridique au politique en faisant porter le débat sur la personne morale qui a le droit de commander. Le souverain personnifie celui qui attribue et retire les compétences, celui qui donne et reprend les pouvoirs. Et, pourtant, le politique ne peut se limiter à cette perspective, il doit impérativement se poser la question : « Qu'est-ce qui est juste ? ». Or une telle question finit par excéder le cadre étroit de la souveraineté.

---

1. Pour plus de détails, je ne peux que recommander de lire Jean-Marc Ferry *La république crépusculaire* (2010).

Classiquement, la doctrine de la souveraineté distingue l'ordre interne et l'ordre externe. Sur le territoire national, la souveraineté exerce un droit illimité ; l'État a le droit de recourir à la force envers les citoyens pour faire respecter le souverain. À l'extérieur des frontières nationales, en revanche, le souverain voit son empire borné par un autre souverain et la frontière rend compte d'un équilibre des forces. Rien ne peut être imposé à un État sans son consentement et, par conséquent, les relations internationales ne peuvent être régulées que par de fragiles traités selon le bon vouloir de chacun des États souverains. Comme on peut le constater, du point de vue du souverain, la seule question qui vaille est : « Qui commande ici ? » C'est en l'occurrence la règle du jeu dans l'Europe du traité de Westphalie (1648).

La Déclaration des droits de l'homme et l'affirmation démocratique de la souveraineté du peuple changent toutefois la donne sur un point. Dorénavant, un État peut devenir illégitime lorsqu'il bafoue les droits inaliénables du citoyen. Il y a donc une limite au droit interne. Il s'agit pour l'essentiel d'une limitation de l'État par la raison publique en vertu du principe que, pour pouvoir prétendre que les lois édictées par l'État sont justifiables, il faut garantir l'exercice de la liberté de penser au sein d'un espace public. Et, à partir de là, tout un ensemble de droits inaliénables peut s'en déduire. Malgré tout, ceci ne remet pas en cause la doctrine de la souveraineté puisqu'il s'agit d'une forme d'autolimitation ; personne ne vient commander au souverain, sinon sa raison... Une nation étrangère peut toutefois choisir de s'en mêler. Deux positions s'affrontent ici. D'un côté, les tenants du principe d'autodétermination des peuples affirment qu'il revient au peuple lui-même de se prendre en main quand il fait face à un État déraisonnable ou défaillant. De l'autre, les tenants du principe d'ingérence soutiennent que nous avons le droit ou, plus encore, le devoir d'intervenir sur un territoire étranger pour défendre les droits inaliénables de populations opprimées par un État (très) déraisonnable ou (très) défaillant. Les avis divergent sur le seuil de gravité à partir duquel l'intervention est possible ou requise. Mais l'idée d'un droit international émerge.

Toute la question est cependant de savoir quelle force peut et doit défendre ce droit international. A ce stade, il est très tentant de reprendre la solution de Bodin en l'adaptant à un échelon supé-

rieur. Il suffirait donc de se donner une supra-souveraineté, une nouvelle fiction juridique unifiant les souverainetés précédentes, et de construire un État mondial ou une République universelle qui disposerait du monopole de la violence légitime.

Kant envisage un temps cette solution (dans son *Idée d'une histoire universelle d'un point de vue cosmopolitique*, 1784), avant de la rejeter dans son opuscule *Pour la paix perpétuelle* (1795). Le problème est que le projet d'un État mondial est potentiellement tyrannique. Il faut dire qu'à l'époque de Kant, ce type de projet d'union, qu'il qualifie de « monarchie universelle », n'a toujours été mené que sous la férule d'un État aux prétentions hégémoniques et il n'a jamais conduit qu'à un despotisme d'un peuple sur les autres, ou sinon à l'impuissance de cet État et à l'anarchie. Mais, plus encore que la leçon de l'histoire, Kant constate avec réalisme que les États sont viscéralement attachés à leur souveraineté et il faut donc leur proposer un autre idéal que celui de renoncer à cette souveraineté. Le problème est similaire au niveau des peuples : les citoyens de chacune des nations ne veulent manifestement pas s'effacer devant les « citoyens du monde » ; ils ne veulent pas abandonner leur souveraineté populaire pour une supra-souveraineté à laquelle ils ne peuvent, par construction, s'identifier entièrement<sup>2</sup>. Comme dit l'adage : *qui trop embrasse, mal étreint*. Aussi, Kant suggère « en remplacement de l'idée positive de *République mondiale* (si l'on ne veut pas tout perdre), le remplacement négatif, une *fédération* préservant de la guerre » (*Pour la paix perpétuelle*, p. 62) – fédération qu'il faut entendre ici comme une alliance construite pour durer, mais révoicable en droit, entre des États qui demeurent libres.

De prime abord, la proposition kantienne semble simplement mal construite. Comment croire à une construction politique qui ne repose pas sur le droit de contraindre les participants, mais compte simplement sur la bonne volonté ? Par quel miracle un État *s'obligerait* à ne pas profiter pleinement de sa puissance à l'encontre de ses voisins si personne ne l'y oblige ? À l'aube des conquêtes napoléoniennes, cette solution semble simplement utopique et Hegel défendra quelques années après la proposition

2. Ceci ne veut pas dire qu'une identification post-nationale est exclue, mais celle-ci vient s'ajouter à l'identification nationale, elle ne s'y substitue pas.



inverse : seule la force permet à un État de s'affirmer, ce pourquoi la politique internationale se résume à la puissance. Clausewitz ne dira pas autre chose et sa doctrine a accompagné, voire justifié, la militarisation des sociétés occidentales jusqu'à la première guerre mondiale (Keegan, 1993).

Et pourtant, la proposition kantienne a quelques arguments à faire valoir. Il y a, selon Kant, trois raisons d'espérer, qui tiennent à la nature des intérêts humains et au développement des sociétés. Tout d'abord, la démocratisation des sociétés est censée conduire au rejet de la guerre, parce que les citoyens veulent en priorité se prémunir des maux que la guerre provoque chez eux. Ensuite, le développement du commerce international doit conduire à une pacification des relations. Enfin, le développement des espaces publics et de la liberté de penser doit permettre aux citoyens de juger leur État à partir de principes universels et de critiquer les politiques belliqueuses. Jürgen Habermas (1996) ne manque pas de souligner toutes les limites de ces trois lignes d'argumentation. Ainsi, le nationalisme peut conduire les citoyens à plus aimer la puissance que la paix. Le commerce international peut provoquer des tensions sociales qui trouveront dans la guerre une forme d'exutoire. Les intellectuels censés défendre l'universel peuvent succomber à l'idéologie, au relativisme. Ou encore, les *mass media* peuvent faire le jeu des lobbies.

Mais ces critiques ne réduisent pas à néant les suggestions kantienne. L'entrelacement des intérêts entre les nations européennes est aujourd'hui plus fort que jamais. Les conflits et tensions sociales issus du commerce sont désormais enchâssés dans des réseaux d'intérêts qui dépassent les frontières nationales et empêchent la formation d'une ligne de front claire entre deux constellations d'intérêts séparés. L'importance croissante des échanges plaide dès lors pour une résolution pacifique des conflits entre les partenaires et, plus encore, pour l'institutionnalisation de procédures de règlements des conflits à venir. Par ailleurs, on observe bien le développement (partiel, certes) d'un espace public à l'échelle du globe qu'annonçait Kant. Comme il l'écrivait, dorénavant « une violation du droit en un *seul lieu* est ressentie *partout ailleurs* » (*ibid.*, p. 64). Ceci conduit, en Europe plus qu'ailleurs, à une ouverture des débats publics nationaux en raison d'intérêts transnationaux ou cosmopolitiques.

Ces tendances soutiennent deux voies politiques pour l'Europe. La première est celle de la République universelle. En se découvrant des intérêts transnationaux, les citoyens de différentes nations prendraient conscience d'un destin commun. Ils se formeraient alors une identité post-nationale ou, *a minima*, une forme de patriotisme constitutionnel post-national, qui consisterait selon Habermas (1998) en l'attachement à des principes démocratiques au-delà des particularismes nationaux. Dès lors, une fédération européenne à l'image de celle des États-Unis d'Amérique pourrait être envisagée. Toutefois cette voie demeure très abstraite pour les citoyens des nations européennes. Il faudrait pour cela que le citoyen Allemand, Français, Italien... se sente plus Européen qu'Allemand, Français, Italien... Il faudrait qu'il fasse passer son identité européenne avant son identité nationale, à l'instar de l'Américain qui se sent Américain avant de se dire Texan ou Californien. Pour l'heure, il n'y a pas *une* nation européenne comme il peut y avoir une nation américaine.

La seconde voie est celle de la fédération d'États libres au sens de Kant. L'entrelacement des intérêts et l'importance des échanges contribuent encore et toujours à atténuer les lignes de clivages entre les nations et à lier la politique intérieure de chaque nation à sa politique extérieure. Mais la conclusion politique qu'il faut en tirer est maintenant qu'il faut ouvrir les débats nationaux aux raisons des étrangers. Cette voie s'inscrit alors sous l'horizon cosmopolitique tracé par Kant. Sous sa plume, le cosmopolitique est décrit simplement *comme l'ensemble des conditions de l'hospitalité universelle*. Mais on peut tout à fait en étendre le sens et y voir la critique décisive de la notion de souveraineté. En effet, la souveraineté prétendait circonscrire jalousement le territoire et les personnes qu'elle commandait ; or le cosmopolitique introduit la circulation des biens et des personnes jusqu'à condamner les souverains à devoir coopérer au lieu de commander. Le souverain se voulait absolu ; il découvre maintenant qu'il ne peut plus légiférer dans l'ignorance des raisons de ses voisins. Ses décisions sont en principe toujours irrévocables, mais il ne peut que constater que celles-ci sont contrariées par le jeu combiné des souverains voisins et de la circulation des biens et personnes. Ses propres citoyens peuvent échapper à sa loi en partant à l'étranger (exil fiscal, pratique médicale interdite ici, mais pas là, etc.). Le souverain se

voulait indivisible ; il se divise maintenant sur la définition même de ses intérêts nationaux, emmêlés qu'ils sont aux intérêts voisins, et il doit maintenant reconnaître d'autres instances de décisions et d'autres sources de légitimité, et y prêter attention. Le souverain se voulait perpétuel, incontournable dans les décisions, il souffre maintenant de son impuissance et craint de devoir se renier devant une supra-souveraineté.

Le cosmopolitisme introduit de fait un bouleversement de la compréhension que le souverain a de lui-même. Le corps politique doit maintenant être pensé comme ouvert ; c'est un lieu de circulation. Aussi il n'est plus possible de régler les conflits sans tenir compte des conséquences sur ses voisins, sur les individus et les États qui se trouvent en interaction constante avec soi. C'est pourquoi aujourd'hui les décisions nationales se retrouvent sous l'influence d'O.N.G., d'instances internationales, de forums mondiaux sur l'écologie (Rio, Copenhague...) ou encore de stratégies de multinationales, de mouvements de capitaux ou de personnes.

À cet égard, l'Union européenne est certainement la construction cosmopolitique la plus avancée que l'on ait jamais observée. Comme le souligne Jean-Marc Ferry (2005), elle suit une voie kantienne en *articulant* les trois niveaux de droit public que sont le *droit civil* (droit interne à une nation), le *droit des gens* ou droit international (droit entre les États) et, enfin, le *droit cosmopolitique* (droit entre un citoyen d'une nation et l'État ou les citoyens d'une autre nation). Les institutions européennes ont pour vocation d'animer les débats portant sur cette articulation des trois formes de droits au sein de l'Union. Aussi, contrairement à une lecture courante de la construction européenne, les nations ne sont pas sur la voie d'un quelconque reniement de leur souveraineté au profit d'une supra-souveraineté européenne. Luuk van Middelaar le montre parfaitement dans *Le passage à l'Europe : histoire d'un commencement* (2009) : la grande politique de l'Union se fait et s'est toujours faite par une décision à l'unanimité, engageant chacun des gouvernements nationaux, au sein du Conseil européen. Une telle décision cosouveraine va au-delà du simple traité international en se donnant comme l'engagement de chacun pour tous et en s'adressant autant aux citoyens qu'aux États ; elle a un caractère constituant, comme le laissait d'ailleurs entendre le néologisme de

« traité constitutionnel » en 2005. D'un côté, ce traité n'instituait pas un nouveau corps politique comme l'aurait exigé une constitution puisque une nation conservait la possibilité de sortir de l'Union, preuve qu'elle n'avait nullement renoncé à sa souveraineté. Mais, de l'autre, un simple traité n'engage jamais que les États, et non les citoyens. Et il exclut toute participation citoyenne et toute délégation de pouvoir sur ces codécisions. Or, sur ce point, l'Union européenne se distingue clairement d'une simple organisation internationale comme l'ONU par sa capacité à hiérarchiser les problèmes politiques et à s'accorder sur des procédures qui ne requièrent plus l'unanimité pour les problèmes de faible intensité conflictuelle – l'exigence d'une décision unanime du Conseil étant réservée aux problèmes de haute intensité.

Dans quelle mesure la création d'une monnaie unique nous conduit-elle à réviser cette construction cosmopolitique ?

## 2. La monnaie, institution d'un lien social

Dans sa *Philosophie de l'argent* (1900), Simmel définit la monnaie comme une forme de socialisation : la monnaie est un opérateur formel qui transforme des liens particuliers d'échanges (troc, servage, reconnaissance de dette, lettre de créance, etc.) en un lien moral à la communauté des échangistes. Comme il l'écrit, « globalement sans doute, c'est par son action personnelle que le sujet s'acquitte de toutes les obligations, mais il y a une grande différence, selon que le droit du bénéficiaire s'étend directement à la personnalité du prestataire ou seulement au produit de son travail, ou plus simplement encore au produit lui-même, en soi et pour soi, quel que soit le travail par lequel l'obligé parvient à l'obtenir, fût-ce celui d'autrui » (p. 346). La monnaie déplace donc l'obligation de X de rendre l'objet ou le service A à la personne Y en produisant un équivalent monétaire de A qui ne fait pas simplement office de contre-valeur auprès de Y, mais vaut également auprès d'une personne tierce Z. Une telle opération est loin d'être anodine : au passage, des liens sociaux sont défaits et d'autres sont noués ; les échangistes sont libérés de certaines attaches, de certaines obligations, mais en instituent d'autres en commun. Plus encore, en introduisant une mesure commune aux échanges, la monnaie permet à chacun d'objectiver ses actions et lui ouvre la possibilité

d'être un acteur économique rationnel (en constatant, par exemple, qu'il n'est pas un bon boulanger et qu'il ferait mieux d'obtenir son pain en échange d'une chose qu'il sait mieux faire). En fin de compte, la monnaie crée la possibilité de l'échange économique et de l'ordre marchand.

Aussi, pour Simmel, la monnaie n'est certainement pas neutre au sens de l'économie classique : elle n'est pas un simple voile déposé sur un ordre marchand qui resterait intact. Elle est la marque du social au sein de l'échange marchand. Celui-ci n'est plus alors une simple relation entre deux personnes, mais une relation qui implique une personne tierce pour laquelle la monnaie vaudra aussi. Comme, par ailleurs, Simmel a démontré que la société commence non pas avec deux individus, mais avec trois (cf. Simmel, 1908), son approche inscrit effectivement l'échange monétaire dans le social. Une des conséquences de cette approche est que la monnaie n'a pas de valeur *en soi*. Si elle avait une valeur « naturelle », la nature se substituerait à cette personne tierce dans l'échange et la monnaie serait effectivement un véhicule neutre et asocial de l'échange. Simmel consacre le deuxième chapitre de sa *Philosophie de l'argent* à la réfutation de cette thèse classique. Et l'histoire de la monnaie au 20<sup>e</sup> siècle lui a largement donné raison : la monnaie s'est de plus en plus désolidarisée des différents supports matériels qu'elle a pu connaître (coquillages, argent, or, etc.) ; et cette dématérialisation de la monnaie a parfaitement éclairé que sa valeur n'est pas le produit de la rareté de tel ou tel métal à une époque donnée.

Mais si la monnaie n'a pas de valeur en soi, elle a en revanche la valeur que la communauté des échangistes lui accorde. La valeur de la monnaie repose sur le pari de chacun qu'un membre quelconque de la communauté l'acceptera comme contre-valeur lors d'un échange. Effectuer un tel pari revient à faire confiance. Deux formes de confiance sont en général distinguées en sociologie : la confiance interindividuelle, ou horizontale, et la confiance institutionnelle, ou verticale. Dans *La monnaie entre violence et confiance* (2002), Michel Aglietta et André Orléan en retiennent trois : la confiance méthodique, où la monnaie est acceptée par routine ; la confiance hiérarchique, où l'État appose son sceau souverain sur la monnaie et s'en porte garant ; et la confiance éthique, qui s'appuie sur la valeur morale du respect des promesses. On peut toutefois mettre de côté la confiance méthodique puisque celle-ci

relève plus d'une forme de calcul rationnel sous l'hypothèse d'une prédictibilité de la nature humaine (ici, la routine est comme une « seconde nature ») alors que la confiance se définit, au sens strict, comme le pari qu'autrui n'exercera pas son *libre-arbitre* pour nuire. Il reste alors simplement deux formes de la confiance, qui sont d'ailleurs pour Aglietta et Orléan les seules qui comptent vraiment : « Il existe deux sources de la confiance. L'une est symbolique et procède de la souveraineté à laquelle se réfère la société où est émise la monnaie. L'autre est éthique, elle a un fondement universel et confère à l'institution qui est en charge de la régulation de la monnaie sa légitimité » (p. 209).

La confiance horizontale est incontournable puisqu'elle rend possible les échanges économiques décentralisés et, par conséquent, l'ordre marchand. Il serait toutefois particulièrement périlleux de s'en contenter dans une société reposant fortement sur la division du travail et l'échange. De fait, une monnaie privée est incapable de tenir ce rôle longtemps : la confiance à son égard est trop fragile ; elle n'est jamais à l'abri de fluctuations spéculatives sur les réserves de valeurs de sa banque émettrice et, sans garantie publique, la banqueroute est inévitable à plus ou moins long terme, entraînant à sa suite l'effondrement de l'ordre marchand. La monnaie doit donc être considérée comme *un bien commun au sein de la communauté des échangistes* et, à ce titre, il faut une régulation verticale pour soutenir la confiance en cette monnaie désormais publique. La confiance verticale dépend alors de la capacité des institutions à entretenir la confiance horizontale.

Au sein d'une nation, l'État est généralement souverain sur la monnaie qui circule sur son territoire. Il assume cette charge en imposant sa monnaie comme cours légal. Ainsi, un commerçant sur le territoire ne peut refuser cette monnaie en paiement d'un achat. Mais une telle législation n'est pas suffisante pour garantir la confiance. Il faut également mener une politique monétaire adaptée à la conjoncture de manière à assurer la pérennité de l'institution monétaire ; une telle politique vise alors à garantir le mieux possible l'échangeabilité dans les limites de la justice sociale<sup>3</sup>. Autrement dit, l'objectif de la politique monétaire est de

---

3. Cette limite est impérative puisque « la justice est la première vertu des institutions sociales comme la vérité est celle des systèmes de pensée » (Rawls, 1971, I, 1, 1 §1).

garantir le mieux possible le respect des promesses contenues dans la monnaie tant que ce respect n'aliène personne.

Idéalement, garantir ce respect consiste simplement à stabiliser la valeur de la monnaie. Mais, dès lors que l'on plonge cet idéal dans le temps, des difficultés pratiques apparaissent et conduisent à des compromis politiques qui doivent être évalués à l'aune de la justice sociale. Repartons de la thèse de Simmel pour le comprendre. La monnaie opère un déplacement des obligations et attachements de chacun. Grâce à celle-ci, je ne suis pas obligé de rendre le soir un pain au boulanger qui m'en a donné un le matin ; je peux m'acquitter de cette dette de mille autres manières, en donnant quelque chose d'autre à quelqu'un d'autre. Je devrai néanmoins m'acquitter de cette dette à l'égard de la communauté des échangistes. Et, réciproquement, le boulanger pourra y faire valoir une créance. Il y a donc un engagement collectif, la promesse collective qu'à la somme de monnaie qui circule à un moment donnée correspondra un ensemble de biens et services équivalents. Il s'agit là d'une idée régulatrice, et nullement d'une opération déterminée et comptable. D'une part, parce qu'on ne sait pas quand chacun décidera d'échanger la monnaie qu'il détient en réserve pour un de ces biens ou services. On ne peut donc délimiter dans le temps l'ensemble des biens et services qui sont supposés servir d'équivalents. Et, d'autre part, parce que dans une société en changement constant, au sein d'un ordre marchand qui connaît des innovations fréquentes, où des produits et services apparaissent tandis que d'autres disparaissent, la notion d'équivalence des biens et services à deux périodes distinctes est nécessairement sujette à interprétation. L'essentiel est alors que chacun continue de se fier à la monnaie en interprétant sa valeur comme une référence suffisamment stable de l'ordre marchand. Mais il revient à l'institution verticale de soutenir cette confiance en visant l'idée régulatrice précédente<sup>4</sup>.

---

4. Historiquement, deux écoles s'affrontent sur la théorie monétaire : les réalistes, qui soutiennent que la monnaie est garantie par la valeur de son support matériel (typiquement l'or) ou la valeur de l'ensemble des biens et services mis sur le marché, et les institutionnalistes, qui font reposer la monnaie sur une garantie collective, souvent étatique. Parmi les réalistes, on compte notamment Jean Bodin. La position tenue ici est institutionnaliste et pose comme idée régulatrice la conviction des réalistes que la monnaie est la contrepartie d'un ensemble de biens et services.

Pour ce faire, il ne suffit plus d'annuler l'inflation. Si la monnaie n'était qu'un moyen d'échange, ce ne serait pas un objectif déraisonnable, mais la monnaie est aussi une valeur de réserve (une épargne). Certains échangistes accumulent la monnaie et attendent avant de faire valoir cette réserve de créances sur le reste de la société. Ils créent ainsi (de manière idéal-typique) une relation durable de créanciers à débiteurs qui, comme toujours, pose problème. Dans ce type de relation, celui qui peut décider du moment où le lien est dénoué détient un pouvoir important. Ce n'est d'ailleurs pas forcément le créancier qui détient ce pouvoir (on pense par exemple aux aristocrates peu pressés de rembourser les commerçants sous l'Ancien Régime<sup>5</sup>). Mais, dans le cas de la monnaie en tant que créance, ce pouvoir est entièrement aux mains des épargnants. L'inflation apparaît alors comme un moyen d'inciter ces derniers à se débarrasser de leur monnaie et permet ainsi aux débiteurs d'alléger la somme de leurs engagements (qui correspond à la masse monétaire).

Ceci dit, l'engagement collectif de rendre un ensemble de biens et services équivalents dans le futur est non seulement sujet à interprétation, mais il suppose également un certain investissement dans l'avenir et exige encore que personne ne soit sacrifié sur l'autel de cette « équivalence ». La finalité de la politique monétaire se décline alors en trois objectifs. Tout d'abord, il revient à l'institution verticale ou aux institutions verticales d'inspirer confiance en la monnaie en proposant une interprétation raisonnable de sa « stabilité ». Le premier objectif consiste ainsi à *maîtriser l'inflation* (dont la mesure est déjà en soi une interprétation en raison de l'instabilité des produits et services mis sur le marché, de la non-prise en compte de certains actifs financiers ou de plus-values immobilières ou encore des écarts de pratiques de consommation selon la position sociale). Mais il ne suffit pas de stabiliser la valeur de la monnaie ; il faut dans le même temps préparer l'avenir en investissant – directement ou indirectement – dans les produits et services futurs. Sans cela, l'engagement collectif de rendre un équivalent de ce que les échangistes détiennent en monnaie ne pourra pas être jugé tenable.

---

5. Laurence Fontaine, 2008, *L'économie morale, Pauvreté, crédit et confiance dans l'Europe préindustrielle*, Paris, Gallimard.



Le deuxième objectif consiste alors à *se donner un avenir collectif* susceptible de fournir au moins un équivalent en valeur des biens et services dus au travers de la monnaie. C'est, autrement dit, l'obligation de se donner les moyens de rembourser. Cet objectif est plus large que l'objectif de croissance économique habituellement défendu, sans l'exclure, car le fait de produire plus ou mieux n'est pas un impératif lié à l'institution monétaire. L'objectif de croissance du PIB doit en revanche être discuté sous cet horizon plus large. En effet, cet indicateur ne prend pas en compte certaines externalités (écologiques, sociales, civiques...) que les citoyens peuvent désirer inclure au moment de définir la valeur des biens et services futurs<sup>6</sup>.

En définitive, les deux premiers objectifs politiques visent l'idée morale de respecter ses promesses en se donnant les moyens de rendre la pareille. Ceux-ci donnent sens à la monnaie en tant qu'institution. Le troisième objectif considère plus largement encore cette institution d'un point de vue moral et pose des limites au principe même du respect des promesses. En effet, celui-ci ne doit pas être intangible. Il est possible, par exemple, d'enfermer quelqu'un dans des promesses qu'il ne peut ou ne pourra finalement tenir ; ou encore, de ne pas lui donner les moyens de s'acquitter de ses promesses dans des conditions acceptables ; ou encore, de ne pas lui accorder suffisamment de crédit lorsqu'il souhaite s'engager. Inversement, la société peut s'effondrer économiquement à la suite d'une mauvaise gestion, de mauvais investissements, des anticipations erronées, etc. et obliger les citoyens à hiérarchiser les promesses, entre celles qu'il faut malgré tout tenir et celles qu'il faut sacrifier. Parce que l'on ne peut tout prévoir, il faut au moins assurer aux citoyens que les justes compromis seront effectués sur le plan monétaire. L'institution de l'échangeabilité doit donc elle-même être encadrée par des principes de justice de manière à ce que personne ne puisse être exclue de fait de toute possibilité d'échange, de manière à garantir la cohésion sociale. On retrouve là l'esprit de la thèse de Durkheim (1893), qui déduit de la division du travail (présupposant l'échange) la nécessité de la solidarité organique.

---

6. Voir par exemple le *Rapport de la Commission sur la mesure des performances économiques et du progrès social*, rédigé sous la co-présidence de Joseph Stiglitz, Amartya Sen et Jean-Paul Fitoussi,

On peut éclairer (rapidement) cet aspect en examinant la forme de socialisation qu'est la monnaie du point de vue de la *Théorie de la justice* de John Rawls (1971). La monnaie libère les individus d'attachements particuliers en leur permettant d'aller trouver ailleurs des relations ponctuelles d'échanges qui sont plus en adéquation avec leurs projets personnels. La monnaie est donc un moment de libération négative qui ouvre sur une possibilité d'épanouissement personnel. Mais, cette possibilité, tous ne la réaliseront pas au même degré. Plus encore, tous n'ont pas les mêmes chances de la réaliser. Dans une perspective rawlsienne, il faut alors s'assurer que cette institution profite à tous et, en particulier, aux plus défavorisés. Et, pour cela, il faut donner un certain nombre de garanties pour permettre à chacun de participer positivement aux échanges et de satisfaire ses besoins de base.

— Il faut garantir la participation de chacun en visant le « plein emploi » (au sens où tous ceux qui souhaitent travailler accèdent à un emploi acceptable dans un délai raisonnable).

— Plus largement, il faut donner à chacun les capacités de participer et, donc, mener une politique éducative.

Il faut également développer un système de protection sociale pour apporter un revenu de substitution lors d'accidents divers (chômage, santé, handicap) ou au passage à la retraite (système par répartition ou sinon système d'épargne obligatoire assorti d'un minimum social garanti).

— Il faut encore veiller à ce que chacun ait un accès équitable au crédit, en particulier les plus pauvres, et leur proposer des systèmes d'épargne équitables.

Mais ceci ne suffit pas encore. Simmel écrit à propos de la pauvreté : « C'est une fin commune aux destinées les plus diverses, un océan dans lequel des vies, dérivées des couches sociales les plus diverses, flottent ensemble. Aucun changement, aucun développement, aucune polarisation ou rupture de la vie sociale ne survient sans laisser son résidu dans la classe des pauvres. » (1907, p. 100). Le pauvre requiert une assistance *inconditionnelle* parce qu'il n'entre jamais entièrement dans les conditions « méritantes » qu'on cherche toujours à lui prescrire en échange de monnaie ou d'aide en nature.

— Aussi, pour garantir malgré tout l’insertion, il faut accorder au pauvre un accès limité mais inconditionnel à la monnaie, soit directement, soit indirectement au travers alors d’aides en nature ou de prix « sociaux ». Dans tous les cas, l’accès doit évidemment être suffisant pour assurer les besoins de base de la participation sociale. Et il est limité essentiellement par l’exigence de ne pas renverser l’institution de l’échangeabilité.

En définitive, la garantie d’une insertion réelle consiste à donner des moyens (plein emploi, éducation socle, protection sociale, assistance sociale) et à parier sur les individus en toute équité (juste accès au crédit et à l’épargne, égalité des chances dans l’accès à l’éducation supérieure et aux emplois). Or, une telle garantie se finance par une politique fiscale et une dette publique – cette dernière permettant entre autres de lisser dans le temps l’effort fiscal (puisque les investissements publics produisent des bénéfices de long terme). Aussi un dernier objectif se fait jour pour pouvoir mener les politiques précédentes.

Il faut veiller à ce que la dette publique soit soutenable fiscalement, tout en surveillant que les dettes privées n’engendrent pas de risques systémiques qui conduiraient *in fine* à intégrer ces dettes et, plus largement le coût résultant de leur défaut, au sein de la dette publique.

Il faut souligner ici que *dans le cas d’une monnaie nationale* l’engagement des citoyens à rembourser la dette publique est du même ordre que l’engagement des échangistes à offrir une contrepartie à la monnaie ; c’est pourquoi un défaut sur la dette publique entraîne généralement l’effondrement de la confiance envers la monnaie. Une nation souveraine sur sa monnaie peut toutefois éviter de faire défaut sur sa dette par de la création monétaire, mais au risque d’entamer la confiance en sa monnaie. Le destin de la dette publique est ainsi lié à celui de la monnaie nationale. Et, donc, la soutenabilité de la dette à la confiance en la monnaie.

Comme on peut le constater, une fois que l’on a accordé que la monnaie est une forme majeure de la socialisation, on ne peut plus séparer aisément la monnaie du social. Pour le souverain, il semble alors aller de soi que la monnaie doive s’inscrire à l’intérieur des mêmes frontières que le contrat social. Souvenons-nous à cet égard de ce que disait l’auteur du *Contrat social* contre l’esprit cosmo-

politique : « Tout patriote est dur aux étrangers : ils ne sont qu'hommes, ils ne sont rien à ses yeux. Cet inconvénient est inévitable. » (Rousseau, *Emile ou de l'éducation*, p. 38-39). Selon Rousseau, les citoyens doivent délimiter le cercle des individus concernés par le contrat social pour pouvoir l'écrire. Ce point est important. Est-il inévitable cependant de tenir les étrangers pour rien ? Et quelles formes d'échanges envisage-t-on avec eux ? Le respect des promesses contenues dans la monnaie ne vaut-il pas pour eux aussi ? N'y a-t-il pas une forme d'hospitalité qui permettrait de commercer avec l'étranger sans mettre en péril le contrat social ? Ce sont ces questions qui se jouent avec l'idée de monnaie cosmopolitique.

### 3. Qu'est-ce qu'une monnaie cosmopolitique ?

Bien que Simmel n'ait pas écrit une ligne sur le principe d'une monnaie cosmopolitique, sa sociologie embrasse à la fois des réflexions sur la monnaie et sur le cosmopolitisme (Truc, 2005). L'association des deux s'impose presque d'elle-même. Simmel pense le cosmopolitisme à partir de la possibilité toujours présente d'aller voir au-delà de son groupe social, au-delà des frontières (sociales). Il n'est pas question, toutefois, de substituer une sorte de citoyenneté universelle à l'appartenance aux groupes sociaux particuliers. Simmel évoque simplement cette possibilité de construire un lien *par-dessus* les groupes existants et les frontières établies, sans renier les appartenances présentes. Ainsi, de même que la monnaie transforme l'individu en bouleversant ses liens sociaux, le cosmopolitisme transforme l'individu qui est allé voir au-delà de ses cercles sociaux en l'amenant à relativiser son appartenance à ceux-ci et à vivre ses appartenances avec plus de distance (en se disant, par exemple que « je ne suis pas qu'un citoyen français, mon humanité va au-delà de ce rôle-ci »). L'individu acquiert ainsi une conscience plus forte de son individualité et, concomitamment, en retire la conviction d'être un « citoyen du monde ».

Toutefois le cosmopolitisme connaît selon Simmel une tension permanente<sup>7</sup>. Si, d'un côté, il autorise une distance au rôle qui

---

7. Plus largement, c'est le processus de socialisation qui connaît une tension permanente en raison des deux premiers *a priori* des formes de la socialisation, que Simmel a mis au jour dans son livre majeur *Sociologie, Études sur les formes de la socialisation* (1908), et que je résume ici. Ces *a priori* expriment au fond la thèse kantienne de l'insociable sociabilité.

permet de partager une commune humanité en prenant conscience – pour reprendre des exemples chers à Simmel – que l'étranger n'est pas qu'un étranger, que le pauvre n'est pas que pauvre, que l'ennemi n'est pas qu'un ennemi, etc. (premier *a priori* de la socialisation), d'un autre côté, il ne renie pas les rôles, les groupes, les frontières puisqu'il ne peut y avoir distanciation sans rôle, puisqu'il ne peut y avoir de pont entre groupes ou nations sans groupes ni nations (deuxième *a priori* de la socialisation). Aussi le risque de ne voir que le rôle, que l'étranger, que le pauvre, que l'ennemi, ne peut être éliminé radicalement. Les liens cosmopolitiques seront toujours vulnérables.

Il reste que le fait d'aller voir au-delà de ses cercles sociaux, le fait d'élargir ses groupes d'appartenance conduit à une *abstraction croissante* de la socialisation et donc à une *objectivité croissante* ; et celles-ci permettent en retour de faire droit au particulier et à l'individuel en en reconnaissant toute la singularité. Ce pouvoir grandissant de juger avec un peu de distance – du point de vue d'un tiers – est ce qui rend possible une union cosmopolitique. La capacité d'objectivité et d'équité des partenaires est son moteur essentiel.

L'objectif est alors d'achever l'unité par l'entremise des nations reconnues dans leur singularité. C'est le troisième *a priori* de la socialisation selon Simmel, qui définit ce que serait une socialisation parfaitement achevée : « La vie de société [... se passerait] *comme si* tous ses membres se trouvaient dans une relation unitaire, qui ferait dépendre chacun de tous les autres, et tous les autres de lui, justement parce qu'il est cet élément particulier » (1908, p. 77). Simmel illustre ce troisième *a priori* en l'appliquant à la notion de profession : « D'un côté la société produit et offre une 'place' en son sein, avec un contenu et une définition qui la rendent certes différente des autres, mais qui par principe peut néanmoins être occupée par un grand nombre de personnes, ce qui en fait donc en quelque sorte quelque chose d'anonyme ; et malgré le caractère général de cette place, l'individu peut la saisir en raison d'une 'vocation' intérieure, d'une qualification ressentie comme tout à fait personnelle » (p. 78). Or on peut aisément relire ce passage en remplaçant la profession par la nation et la société par l'union : l'union cosmopolitique progresse lorsque chaque citoyen se sent reconnu par l'union au travers de sa nationalité et, inversement, que cette nationalité est ressentie comme étant la sienne. En ce

sens, l'*homo cosmopolitanus* conserve un sentiment d'appartenance nationale, mais celui-ci n'est plus exclusif puisque cette appartenance est pensée comme une parmi d'autres qui auraient été possibles. Il aperçoit maintenant les Européens des autres nations comme des voisins. Ceci n'exclut pas la possibilité de changer sa nationalité, par exemple un Allemand travaillant depuis longtemps à Paris peut finir par se sentir français d'adoption. Cette figure est en revanche différente du cas de l'Européen qui se sent uniquement européen, et rien d'autre, et qui ne voit plus les nations. Ce dernier incarne plutôt le citoyen idéal pour une Europe supra-souveraine.

Un système monétaire cosmopolitique pourrait se définir alors – dans une veine simmelienne – de la manière suivante : il s'agit d'un opérateur formel qui transforme l'échangiste étranger en échangiste voisin, en reconnaissant l'importance de leurs rapports quotidiens et leur proximité, et qui conduit dès lors à composer de manière cosouveraine les engagements sociaux des sociétés voisines à l'égard de leurs monnaies. Le Système monétaire européen (SME), qui a fonctionné au sein de l'Union européenne entre 1979 et 1993, en est une illustration.

Pour obtenir une monnaie cosmopolitique, il suffit de prolonger l'opération précédente jusqu'au partage d'une même monnaie. Celle-ci se définit alors comme une monnaie unique à plusieurs sociétés au sein desquelles elle sert à la fois d'unité de compte, de moyen d'échange et de valeur de réserve (ces trois éléments assurant l'ancrage social de cette monnaie<sup>8</sup>), et qui s'appuie *explicitement sur une forme de co-souveraineté*.

Par définition, il ne suffit pas qu'une monnaie soit commune pour être cosmopolitique. La décision unilatérale d'une nation d'adopter une monnaie internationale (par exemple, l'Équateur adoptant le dollar américain sans exercer une quelconque influence sur la *Fed*) ou d'assurer un taux de change fixe avec cette monnaie (par exemple, l'Argentine adoptant un plan de convertibilité – *currency board* – entre le peso et le dollar dans les années 1990) ne suffit pas à en faire une monnaie cosmopolitique : il manque les bases institutionnelles d'une co-souveraineté moné-

---

8. Une monnaie comme l'ECU (*European Currency Unit*) n'est donc pas considérée comme une monnaie cosmopolitique puisqu'elle n'était qu'une unité de compte au sein du SME.

taire. D'autres cas sont plus discutables. Certaines unions ont été transitoirement cosmopolitiques, sans être pensées telles. Il y a eu ainsi plusieurs exemples d'union monétaire au moment de la montée des nationalismes au 19<sup>e</sup> siècle (cf. Michael Bordo et Harold James, 2008). Certaines de ces unions ont en fait simplement accompagné la construction nationale sur un territoire jusqu'à devenir monnaie nationale : c'est le cas du dollar américain aux États-Unis, du thaler et du florin, puis du mark dans les États allemands, ou encore de la lire italienne. D'autres ont eu une véritable dimension internationale, comme l'Union monétaire latine entre la France, l'Italie, la Suisse et la Belgique et l'Union monétaire scandinave entre les trois pays nordiques. Dans ces cas, il s'agit plus clairement de monnaies cosmopolitiques mais, comme celles-ci étaient adossées à l'or ou à l'argent, ou aux deux, la dimension sociale et politique a toujours été seconde devant la supposée naturalité de la monnaie. Ces unions monétaires n'ont d'ailleurs pas passé l'épreuve du temps et ont été abandonnées peu après la première guerre mondiale. Elles n'ont pas survécu à l'absence de coordination de leurs politiques monétaires, absence que l'étalon-or était censé suppléer.

C'est évidemment l'euro qui constitue à ce jour le meilleur exemple d'une monnaie cosmopolitique. Il suscite à cet égard l'intérêt de nombreuses régions du monde, qui songent à créer leur propre monnaie cosmopolitique : les États du golfe, la Turquie pour la région du Moyen-Orient et l'est de la Méditerranée, la Russie pour les anciens pays de l'Union soviétique, l'Amérique latine ou encore l'Asie. Mais les difficultés que rencontre l'euro depuis la crise des dettes publiques de 2009 soulèvent de nombreuses interrogations sur les moyens institutionnels susceptibles de régler les conflits économiques liés à la monnaie unique. Une sortie par le haut est-elle possible ? Ou bien l'Union est-elle condamnée à l'alternative de devoir soit abandonner la monnaie unique, soit faire le saut vers une supra-souveraineté, comme le croient aussi bien les souverainistes que les partisans d'une fédération européenne à l'image des États-Unis d'Amérique ?

#### 4. Responsabilité et coresponsabilité envers une monnaie cosmopolitique

Quels sont en fait les problèmes qu'une monnaie cosmopolitique comme l'euro rencontre ? L'institution de l'euro modifie les liens sociaux sur le point suivant : Quand un Grec paie en euro une certaine prestation à un de ses compatriotes, il lui donne une créance garantie par tout Grec, mais aussi tout Allemand, tout Français, tout Italien, etc. Et donc, même si la production de son pays s'effondre entièrement, il pourra toujours faire valoir son billet auprès des pays voisins puisque ces derniers continuent de produire des contreparties à la monnaie émise. La monnaie cosmopolitique délie ainsi l'émission monétaire au sein d'une nation du devoir de celle-ci de produire pour contrepartie un équivalent en biens et services. Autrement dit, la confiance en cette monnaie ne repose plus exclusivement sur l'économie d'une nation, mais sur l'union de toutes les nations qui partagent cette monnaie – la confiance ne se divise pas.

Il reste que dans une union cosmopolitique, l'une des grandes angoisses des citoyens d'une nation est de devoir payer pour une autre nation. Les opinions européennes sont assez claires sur ce point. Environ deux tiers des Français déclaraient ainsi au moment de l'élection présidentielle de 2012 avoir peur qu'avec la construction européenne, la France paye pour les autres<sup>9</sup>. Et, manifestement, les citoyens des nations voisines sont sur la même ligne, en particulier dans les pays en (relative) bonne santé économique (Allemagne et pays du Nord). Le principe de non-renflouement des partenaires européens en difficulté est la traduction institutionnelle de cette crainte : chacun devrait faire face seul à ses engagements monétaires. S'il y avait une supra-souveraineté européenne sur la monnaie, chacun serait caution solidaire sur l'ensemble des créances que constituent la monnaie en circulation et, au fond, peu importerait de savoir la nationalité de celui qui *in fine* honorera ces créances. La co-souveraineté suppose au contraire que l'on puisse

---

9. 63 % des Français expriment cette crainte d'après l'enquête post-électorale du CEVIPOF, effectuée par OpinionWay en mai 2012 selon la méthode des quotas à partir de 2 504 personnes interrogées au téléphone. Comme on pouvait s'y attendre, les électeurs des partis souverainistes ont plus peur que les autres (91 % des électeurs de Marine Le Pen disent que « ça leur fait peur »). Néanmoins cette crainte est assez générale : 51 % des électeurs de François Hollande, 64 % de ceux de François Bayrou et 70 % de ceux de Nicolas Sarkozy disent également avoir peur.



*en principe* démêler les engagements de chacune des nations. En effet, en dernière extrémité, une nation doit pouvoir s'affirmer par son droit absolu de veto et avoir la possibilité de sortir de la monnaie unique en honorant ce qu'elle doit ou, du moins, en faisant son possible en ce sens selon l'avis de tous les participants. Ce point fait évidemment toute la différence avec des monnaies souveraines comme, par exemple, le dollar américain car il n'y a pas de possibilité d'une telle sécession légale aux États-Unis.

Certes, sortir de l'euro ne serait pas une mince affaire. La nation qui l'envisagerait serait conduite à renégocier tous les liens contractés en euro (dettes et créances, contrats de travail, contrats commerciaux, prestations sociales, etc.). Et, s'il s'agit en plus de convertir des euros en une nouvelle monnaie vouée à une forte dévaluation, alors chacun voudra échapper à cette conversion – qui est une forme de taxe exceptionnelle – et il sera très difficile d'imposer la nouvelle monnaie à la population. Notons d'ailleurs que si l'objectif est de dévaluer le taux de change réel<sup>10</sup>, il est presque aussi « facile » à la nation qui le souhaiterait de renégocier les liens contractés sans sortir de l'euro – dans les deux cas il s'agit du moins du même problème de coordination (chacun doit baisser ses exigences en même temps) et des mêmes tentations (chacun aimerait s'exempter de la règle commune pour améliorer sa situation relative). Ceci dit, du point de vue de l'Union, il importe surtout que la sortie d'un pays de l'euro se fasse selon une procédure acceptable par les nations partenaires et, donc, que les liens contractés avec eux soient conservés ou renégociés d'un commun accord. Chacun doit s'estimer quitte une fois séparé.

Pour autant, la menace d'une sortie de l'euro est plus une question de principe qu'autre chose ; c'est la forme – négative – que prend la souveraineté de chacun sur la monnaie unique. Mais aucun des partenaires ne devrait jamais souhaiter en arriver à une telle extrémité. Le fait de partager la souveraineté sur la monnaie sert ici de garde-fou : puisque les décisions concernant la monnaie sont – ultimement<sup>11</sup> – prises à l'unanimité, la régulation de la monnaie devrait au moins conduire à ce que chacun considère

---

10. Le taux de change réel est évalué à partir des pouvoirs d'achat ; une nation peut donc abaisser ce taux en imposant à sa population des baisses de salaire ou des hausses de la taxation plus fortes que dans les nations voisines.

qu'il s'en sort mieux avec cette monnaie unique qu'avec une monnaie simplement nationale. Plus encore, cette régulation monétaire cosouveraine devrait avoir vocation à convaincre les participants de rester, mais également à convaincre ceux qui ont préféré se tenir à l'écart des avantages qu'il y a à rejoindre l'union monétaire.

Quels sont les avantages d'une monnaie unique ? On considère généralement que l'un des principaux attraits de l'euro est d'annuler les coûts de transactions qui existaient entre les différentes devises européennes. Certes, sans taux de change entre les pays européens, il ne peut plus y avoir ni spéculation financière sur ces taux, ni frais d'assurance liés à un risque de change, ni pertes en raison d'une baisse sur le marché des changes ou à la suite d'une dévaluation. C'est l'avantage de l'euro sur le défunt SME. Il ne s'agit toutefois pas seulement de supprimer des coûts ou d'annuler des risques. L'institution de l'euro apporte aux échangistes européens une garantie *politique* sur la valeur des créances qu'ils s'échangent. Dorénavant, pour démêler les engagements réciproques en euro et se désengager, il faudra en passer par une délibération politique. Il ne peut plus y avoir de dévaluation d'une devise, décidée unilatéralement, au détriment des voisins. L'attractivité de l'euro se joue d'abord, et de manière décisive, sur cette garantie mutuelle d'ordre politique<sup>12</sup>.

Qui doutait, d'ailleurs, que la construction de l'euro était d'abord et essentiellement politique ? Le problème de la monnaie européenne s'inscrit à cet égard dans une problématique bien plus générale, celle du découplage entre la communauté des échangistes, qui attend qu'une ou plusieurs institutions verticales se soucient de maintenir la confiance en la monnaie, et la nation, qui dispose d'institutions souveraines mais sur son seul territoire.

---

11. Il faut bien distinguer la *souveraineté* (qui commande en dernière instance) de l'*autorité* (qui écrit les règles et décrets ici et maintenant). Rien n'interdit que les nations cosouveraines se donnent des *autorités* comme la BCE, dont la mission est de prendre des décisions indépendantes des gouvernements en visant un horizon qui n'est pas assujéti aux agendas électoraux de chacun. Il reste qu'ultimement, cette autorité que les souverains ont faite, ils peuvent la défaire ou, plus simplement, la réformer.

12. Comme le souligne André Grjebine (2012), le système de compensation au sein de la zone euro, nommé TARGET2 (*Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer*) permet de remplacer les créances risquées que détient un pays excédentaire sur un pays déficitaire par des créances domestiques sans risque. Par ce mécanisme, la BCE crée politiquement la monnaie unique.

Ce découplage explique que certains conflits d'intérêts ne trouvent plus de forum politique adéquat. Par exemple, la politique du dollar américain, qui joue le rôle de monnaie internationale, a toujours accordé la priorité au plein emploi aux États-Unis en dépit parfois d'intérêts étrangers contraires. Et, tout l'enjeu du cosmopolitisme est précisément de construire le forum qui prendrait au sérieux les conséquences de ce type de découplage. À l'échelle mondiale, ce principe devrait ainsi conduire à une politique concertée sur les taux de change de quelques grandes monnaies régionales de référence (le dollar, l'euro et le yuan-renminbi semblent voués à tenir ce rôle<sup>13</sup>). Et, à l'échelle d'une Europe déjà très intégrée sur le plan économique, ce principe conduit à se donner un forum pour réguler une monnaie unique.

Au sein du marché unique européen, il n'est plus possible de réguler la quantité de monnaie au niveau national (sauf à revenir sur la libre circulation des capitaux et, donc, à ré-encadrer les échanges à l'intérieur des nations). La politique monétaire a donc une dimension nécessairement communautaire à l'échelle de la zone euro. La Banque centrale européenne (BCE) en a la charge. On notera que la BCE est dotée d'une architecture cosmopolitique puisqu'elle a d'abord été conçue comme une fédération des banques centrales nationales (BCN) et les décisions importantes y étaient prises à l'unanimité du conseil des gouverneurs des BCN. Mais le poids des membres du directoire de la BCE pèse de plus en plus et le principe de l'unanimité est apparemment abandonné<sup>14</sup>. Il faut souligner ici que l'indépendance de la BCE à l'égard des gouvernements facilite grandement cette évolution communautaire. La BCE est au fond – pour reprendre une notion de Pierre Rosanvallon (2006) – une institution de défiance : elle a pour mission d'assurer la pérennité de l'euro sans plier sous les demandes de gouvernements qui pourraient être tentés de mani-

---

13. Agnès Bénassy-Quéré et al., Réformer le système monétaire international, *Rapport du CAE*, Paris, 2011.

14. L'abandon du principe de l'unanimité pour une procédure plus souple a été envisagé lors du traité constitutionnel de 2005. Pour l'heure, les décisions officielles de la BCE sont toujours réputées unanimes. Toutefois, la démission le 30 avril 2011 du gouverneur de la Bundesbank, Axel Weber, opposant farouche aux rachats de dettes des pays en difficulté, montre qu'il est aujourd'hui difficile à un seul gouverneur, même allemand, de bloquer les décisions du conseil des gouverneurs. Manifestement, si l'unanimité est toujours souhaitée, elle n'est plus obligatoire « en pleine tempête ».

puler la monnaie pour des objectifs de court terme, et ce, au détriment des sociétés civiles. La BCE construit sa légitimité en s'adressant, au-delà des gouvernements, à la communauté des citoyens de la zone euro (et même au-delà aux citoyens de l'Union européenne et du monde en se reconnaissant une responsabilité dans l'ordre monétaire mondial).

Par construction, la politique monétaire ne peut donc plus être adaptée à chacun des contextes nationaux. On ne peut accorder des conditions d'offre monétaire différentes dans les différents pays dès lors que les capitaux circulent librement. Or les conjonctures économiques peuvent diverger entre les nations européennes. Certaines nations pourront se trouver confrontées à des conditions monétaires trop restrictives quand d'autres en connaîtront de trop expansionnistes. Les premiers n'investiront alors pas suffisamment ; les seconds risqueront d'alimenter des bulles en ne discriminant plus suffisamment les bons des mauvais investissements. Il est donc nécessaire de corriger ces problèmes en conduisant des politiques différenciées selon les nations. Chacun doit reconnaître que la politique monétaire commune pose des problèmes différents aux nations partenaires et que *tous sont coresponsables de cette situation*. Il ne suffit pas, en effet, de renvoyer chacun à sa responsabilité puisque le problème est systémique.

En adoptant une monnaie unique, les nations européennes se sont mutuellement engagées à soutenir la confiance en celle-ci. Dès lors, elles doivent reconnaître d'une part que chacun doit soutenir la monnaie à hauteur de ses engagements et, d'autre part, que chacun doit se soucier des conséquences de sa politique économique sur la capacité des voisins à soutenir la confiance en la monnaie. En d'autres termes, les partenaires européens sont liés par un principe de responsabilité et par un principe de coresponsabilité à l'égard de la monnaie.

Déchargées de la politique monétaire au sens strict, les nations européennes disposent encore de deux instruments pour conduire une politique économique contracyclique à même de corriger les divergences entre les nations : le budget public et la fiscalité. Ces deux volets permettent d'influer en partie sur la quantité de monnaie qui circule sur un territoire en jouant sur le niveau de la dette publique. En période de récession, l'économie peut être relancée en creusant la dette publique (par des dépenses publiques

en plus ou des recettes fiscales en moins) ; en période d'emballage, l'économie peut être freinée par le désendettement (par des dépenses en moins ou des recettes en plus). Cette capacité de s'endetter et de se désendetter s'avère essentielle pour pallier l'absence d'une politique monétaire autonome à l'échelle nationale. *C'est pourquoi cette capacité doit être garantie par les partenaires européens au nom de leurs engagements réciproques à soutenir la monnaie.*

Mais, dans le même temps, une nation ne devrait pas pouvoir laisser filer sa dette jusqu'à en faire un fardeau insoutenable pour elle – même si la garantie que lui apportent ses partenaires lui permettrait de s'endetter encore plus. Chaque nation est renvoyée à sa responsabilité de produire un équivalent en biens et services de la monnaie émise et le fait de ne pouvoir assumer sa dette publique est un signe clair d'échec : la nation n'a pas été à la hauteur de son engagement. C'est pourquoi la politique budgétaire et fiscale d'un pays est un sujet d'inquiétude pour les pays voisins. Le pacte de stabilité budgétaire que les membres de la zone euro ont tenté de s'imposer mutuellement est un produit de cette inquiétude. Toutefois, ce pacte était déséquilibré en ne voyant que la responsabilité, et non la coresponsabilité. Focalisé sur la discipline de chacun, séparément des autres, il n'a pas permis d'insuffler des politiques budgétaires qui corrigeraient les divergences de conjonctures économiques.

Or, une institution cosmopolitique doit pouvoir prendre en compte les situations différenciées de chacun de ses membres. L'élément nouveau dans les débats qui se tiennent en son sein, c'est la raison des voisins. On ne peut plus dire : « Nos décisions nationales sont irrévocables car nous sommes chez nous », mais on doit se dire plutôt : « Nos décisions nationales ont aussi des conséquences sur les territoires voisins et nous devons prendre en compte leurs critiques ». Le forum cosmopolitique prend essentiellement en compte les interactions de voisinage et débat des synergies et des antagonismes que les décisions souveraines provoquent.

Deux formes de codécision sont alors possibles : la première consiste à établir à l'unanimité des règles générales de bon voisinage et, éventuellement, à constituer une autorité en charge du bon respect de ces règles (la Commission européenne joue parfois

ce rôle). Le plus souvent, il s'agira d'empêcher certains comportements de passer clandestin, par exemple concernant des enjeux d'évasions et de concurrences fiscales. Ceci n'est toutefois envisageable que pour des enjeux politiques faiblement conflictuels en comparaison de l'importance que chacun accorde à l'union en elle-même. La seconde consiste à débattre en reconnaissant la singularité de chaque partenaire. C'est sur ce plan que se joue la haute politique de l'union en prenant en compte les forces et les faiblesses, la bonne ou mauvaise conjoncture économique, de chacun. D'une certaine manière, une union cosmopolitique est d'autant plus profonde que ses codécisions se déroulent selon la première forme. Mais la seconde forme est incontournable. Toute décision importante, tout approfondissement réel, doit en passer par là. Dans le cas de l'Union européenne, c'est ainsi au sein du Conseil que l'essentiel se joue à chaque fois que les enjeux politiques s'élèvent (Middelaar, 2009). Et, étant donné l'importance de la politique budgétaire et fiscale, on s'attend évidemment à ce que les derniers arbitrages soient pris au sein du Conseil. Toutefois, face à l'enjeu de proposer un concert européen en matière budgétaire et fiscale, en prenant en compte la situation singulière de chacun, il y a tout un débat à organiser avant d'en arriver à ces « derniers » arbitrages.

Il serait ainsi préférable de pouvoir discuter des divergences d'analyses entre les partenaires concernant les causes des problèmes économiques de l'Union ou encore les raisons du non-respect de tel ou tel engagement d'une nation envers ses partenaires. Sans aller jusqu'à croire que les conflits d'interprétation des théories économiques ou que les oppositions idéologiques peuvent être éradiqués, il faudrait s'efforcer de construire des consensus par recoupement sur des plans d'actions à l'échelle de l'Europe. Il serait également souhaitable de pouvoir proposer des outils consensuels pour coordonner les différentes politiques économiques, non seulement sur le moyen et le long terme, mais aussi à court terme, lorsqu'il faut répondre dans l'urgence à une crise. Dans une union où il faut prendre le temps de débattre pour s'accorder avec chacun, l'imprévoyance se paie par une inaction prolongée. C'est pourquoi il faudrait se préparer le mieux possible à divers scénarios et élaborer à l'avance des contre-mesures. Plus encore, il faudrait

proposer des mécanismes d'assurances mutuelles face à certains risques économiques... lorsque c'est possible.

Il ne faut toutefois pas imaginer qu'une union cosmopolitique peut parer à l'avance à tous les problèmes, à tous les conflits. Par définition, une union cosmopolitique est une construction politique inachevée. C'est une société toujours en train de se faire ; elle se traduit par un processus de socialisation continuel sans jamais en arriver à constituer *une* société. Au cœur de ce processus, les souverains discutent, négocient, s'accordent, se disputent, éventuellement ils réévaluent les accords passés, modifient les équilibres. Il est en effet toujours possible qu'un conflit de haute intensité vienne remettre en cause ce qui semblait acquis entre ces souverains. L'union tient d'abord et essentiellement à la volonté de trouver un accord raisonnable. C'est pourquoi une union cosmopolitique éprouve des difficultés à écrire noir sur blanc qu'elle offre à ses membres certaines formes de garanties, même si elle est d'accord avec le principe d'une telle garantie. Par exemple, garantir le sauvetage d'une banque nationale « trop importante pour faire faillite » est une chose qu'une union peut vouloir garantir (dans certaines limites), mais il est très délicat pour elle d'énoncer par avance les règles d'un tel sauvetage car les souverains craindront d'encourager les prises de risque des banques de leurs partenaires. C'est donc une règle non écrite qui sera appliquée par l'union, au cas par cas, en prenant position sur la morale de cette banque (a-t-elle, ou non, pris des risques déraisonnables en misant sur son sauvetage ?). Une union cosmopolitique n'écrit pas de contrat social ; elle ne promulgue pas nécessairement de lois ou de traités pour résoudre ses problèmes, même lorsqu'elle est convaincue de la nécessité d'une réponse collective au problème. Face à certains problèmes hautement conflictuels, il n'y aura ainsi pas d'autre choix que d'en passer par le jugement commun du Conseil. Dans ce cas, la seule garantie que peuvent espérer obtenir les partenaires, c'est que le jugement commun traduira le mieux possible l'esprit de l'union, la volonté de continuer à faire le chemin ensemble.

Aussi, il n'est pas surprenant que les mécanismes d'assurance mutuelle au sein de l'Union européenne soient souvent assez flous et soumis à des conditionnalités fortes de la part des partenaires. Il en va ainsi du *Mécanisme Européen de Stabilité* (MES) et de son corollaire, le programme OMT (*Outright Monetary Transactions*),

dont l'objectif est de racheter la dette publique d'un pays en difficulté pour préserver sa capacité d'emprunt, mais ceci en échange de l'application dans ce pays de mesures économiques vraisemblablement drastiques. S'agit-il d'une perte de souveraineté de ce pays ? Sur le fond, certainement pas puisque celui-ci peut à tout moment décider de quitter la zone euro ou l'Union européenne. En pratique toutefois, avoir le choix entre la sortie ou un *Diktat* fait plus penser à une forme d'impuissance qu'à l'affirmation de sa formidable souveraineté. La question est alors la suivante : comment le Conseil entend-t-il faire appliquer ce *Diktat* ? Au sein d'une union cosmopolitique, on ne peut se contenter de regarder la lettre, il est impératif d'examiner l'esprit. Il faudra alors juger au cas par cas de la manière dont le Conseil joue ses cartes, le *Diktat* n'étant qu'une carte parmi d'autres, un joker à l'allure d'épouvantail.

Il s'agit donc d'abord de considérer l'esprit de l'Union européenne. Sans une vision assez large des problèmes de l'Europe, sans véritable effort pour construire un concert budgétaire et fiscal européen, les « derniers arbitrages » du Conseil risquent en effet de manquer de souffle. De deux choses l'une : ou bien les partenaires font vivre l'idée qu'ils ont pris des engagements réciproques en se donnant du temps, en réussissant à éclairer le caractère conjoncturel des difficultés des uns et des réussites des autres ; ou bien la demande de réciprocité se réduit à une exigence de retour immédiat. Dans le premier cas, une politique européenne contracyclique est possible ; dans le second cas, les partenaires se poussent mutuellement à des politiques pro-cycliques en exigeant que les pays en difficulté ne s'endettent pas plus<sup>15</sup>. Ce problème de défiance au sein de l'Union n'est pas sans rappeler les difficultés des pays émergents à mener une politique contracyclique. Ballotés par des flux financiers importants provenant de l'étranger, ces pays connaissent

---

15. De ce point de vue, le nouveau pacte budgétaire européen – nommé *Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance* (TSCG) – insiste apparemment surtout sur la mise au pas des pays en difficulté au lieu de cultiver l'art du contrepoint et de promouvoir l'idée d'un concert européen où les pays qui s'en sortent le mieux s'engageraient à être le moteur de l'économie européenne à court et moyen terme, par exemple, en augmentant leur consommation intérieure ou en fléchissant leur épargne vers des investissements dans les pays partenaires. Ce traité insiste plus sur la responsabilité de chacun que sur la coresponsabilité induite par l'existence d'une monnaie unique. Or, au nom de la coresponsabilité, il est possible de défendre dans certains cas l'idée d'une aide au développement ou au rétablissement économique comme a pu l'être, par exemple, le plan Marshall.



en effet de brusques afflux de capitaux en période de croissance (les « Bonanza de capitaux » décrits par Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff – 2009), provoquant l’emballement ; puis des reflux plus brusques encore à l’annonce des premières difficultés. Au fond, il manque aux pays de l’Union comme aux pays émergents des liens *durables* avec leurs partenaires financiers, de manière à leur assurer des conditions monétaires suffisamment stables.

Finalement, une monnaie cosmopolitique requiert une attention soutenue sur les divergences macroéconomiques entre les partenaires et les difficultés de chacun ; elle impose une concertation ouverte sur les raisons de ces divergences et de ces difficultés ; elle nécessite une force de propositions sur les remèdes possibles, à court, moyen et long terme ; et enfin elle exige la coopération volontaire de chacun, à condition toutefois d’en avoir la capacité.

## 5. La monnaie cosmopolitique face au risque westphalien

Si une monnaie cosmopolitique semble pour l’heure possible, elle exige néanmoins une attention spécifique qui la fragilise. En effet, comme le cosmopolitique n’abolit pas les nations, il y a toujours le risque que celles-ci abordent les problèmes de gouvernance sur un mode westphalien. Chacun ne voit plus alors que ses intérêts nationaux et néglige les effets de sa politique sur ses voisins. Dans ces moments-là, en Europe par exemple, les élus politiques se présentent à leurs concitoyens comme des défenseurs de la nation contre les décisions étrangères prises au sein de l’Union, au lieu de mettre en lumière leur participation aux délibérations européennes et leur coresponsabilité à l’égard du système monétaire. La raison du voisin s’effondre devant le refus de l’étranger ; le souverain réaffirme son indivisibilité.

Néanmoins, il ne faut pas perdre de vue que ce risque westphalien doit normalement finir par buter contre les raisons objectives qui ont imposé l’union cosmopolitique aux nations : l’entrelacement des intérêts et l’intérêt mutuel à résoudre les conflits de voisinage. Ces raisons reviennent souvent au-devant de la scène lorsque le conflit s’envenime sous la pression des populismes. C’est pourquoi les gouvernements qui se sont enfermés

dans une stratégie d'opposition à l'Union européenne ont jusqu'à présent fini par perdre leurs élections nationales.

On peut toutefois considérer que cette force de rappel de la raison est fragile. Et ce d'autant plus lorsque les citoyens n'ont pas une grande expérience – une culture – des différentes formes de crises monétaires et des remèdes que l'on peut envisager. La monnaie cosmopolitique n'a pas encore suffisamment d'histoire pour qu'une forme de culture éclaire les populations sur les crises qu'ils vivent.

Plus encore, tout le monde n'entend pas de la même manière les raisons en faveur de l'union. Puisque le cosmopolitique découle de la distanciation à l'égard des groupes d'appartenance, ce sont par construction les individus les plus mobiles – l'élite – qui apporteront leur soutien à l'union et en définiront la politique, tandis que les individus les moins mobiles seront *a priori* les plus viscéralement attachés à la nation et les moins réceptifs aux raisons des voisins pour réformer leur ordre social. Une union cosmopolitique est donc une union élitiste : elle peut avoir tendance à regarder les arrangements sociaux du point de vue des plus mobiles au détriment des moins mobiles (par exemple, en privilégiant des assurances privées, qui ont l'avantage immédiat de ne pas s'arrêter aux frontières, contrairement aux contrats sociaux) ; elle peut également prêter le flanc au populisme.

Aussi, ce qui semblait une force de la monnaie unique – la garantie politique du respect des promesses entre les partenaires de la zone euro – peut devenir au contraire sa principale faiblesse. Cette politisation des conflits monétaires oblige à mettre à nu des formes de transferts ou de taxes qui étaient autrefois vécues comme des phénomènes subis contre lesquels les politiciens ne pouvaient pas grand-chose : l'inflation dans le pays voisin n'était pas perçue comme une taxe sur la communauté des échangistes ; la dévaluation, comme un défaut vis-à-vis des prêteurs étrangers. Mais aujourd'hui, le fait de stabiliser l'inflation oblige les gouvernements à expliciter en termes de taxe ce qui était autrefois une taxe implicite et ceci peut s'avérer très difficile politiquement pour des pays qui n'ont pas d'expérience historique en la matière, qui n'ont pas développé une telle culture. De même, le fait de ne plus pouvoir dévaluer oblige les gouvernements en difficulté à des débats politiques où il faut désigner des perdants sans rompre le

lien avec ses voisins. C'est un débat beaucoup plus délicat que de simplement faire défaut vis-à-vis d'étrangers, même si ce type de défaut peut nuire durablement au pays en dégradant la confiance des investisseurs étrangers. La monnaie cosmopolitique rend donc plus périlleuse la formulation des débats politiques, puisqu'elle prend en compte des raisons qui étaient autrefois négligées tout comme leurs conséquences.

Ce n'est toutefois pas le seul danger que fait naître une monnaie cosmopolitique. Il faut encore s'interroger sur la robustesse de l'union à l'égard de stratégies nationales perturbatrices. Nous avons évoqué précédemment la crainte des partenaires des comportements de passagers clandestins. Il est temps d'y revenir. Les partenaires européens n'ont pas tous et toujours les mêmes intérêts à coopérer ; ils n'ont même pas tous les mêmes attentes à l'égard de l'Union européenne (Haller, 2008). Quant à la multi-séculaire compétition westphalienne, elle n'a pas disparu du continent européen. Il y a encore aujourd'hui des pays qui trouvent avantage à organiser l'évasion fiscale des contribuables voisins et des entreprises voisines en s'arcboutant sur leur souveraineté fiscale ; des territoires qui se servent agressivement de la fiscalité pour gagner des parts de marché sur leurs voisins (sur le principe, par exemple, de la TVA dite sociale) ; des nations qui exigent des « retours immédiats » de leur contribution à l'union ou des aides ou prêts qu'ils accordent à des partenaires en difficulté. Comment une union est-elle possible dans ces conditions ?

Dans la perspective simmelienne que nous avons développée jusqu'ici, une union cosmopolitique n'est pas une union comme les autres en ceci qu'elle est toujours en construction, en négociation ; elle n'est jamais achevée puisqu'elle est une pure activité de socialisation. Et cette activité prend les partenaires tels qu'ils sont. Aussi, l'union cosmopolitique ne s'établit pas en faisant table rase des singularités, comme ce peut être le cas lorsqu'une souveraineté émerge ou que des souverainetés fusionnent (comme, par exemple, lors de la réunification allemande). Chacun arrive à la table des négociations avec son modèle économique et social, qui conserve des caractéristiques westphaliennes, sans avoir forcément la volonté de s'en débarrasser. La force de l'union repose alors sur la constitution progressive d'accords et de garanties mutuelles qui finissent par peser plus lourd dans la balance que les bénéfices

apportés par les stratégies de passager clandestin des uns et des autres. Ce mécanisme est très efficace face aux nouveaux arrivants au sein de l'Union européenne puisque ces derniers doivent accepter d'emblée de remplir tout un ensemble de préconditions avant d'être intégrés. Pour les anciens, ce mécanisme n'est pas aussi puissant puisque les passagers clandestins peuvent essayer de gagner sur tous les tableaux (bénéficier des accords et des garanties sans abandonner leurs stratégies non-coopératives) mais il joue néanmoins son rôle à la table des discussions.

On retrouve le même mécanisme dans le cas de la monnaie cosmopolitique. En effet, comme nous l'avons vu, la monnaie exige l'instauration de garanties mutuelles, en particulier pour assurer une stabilité financière et pour protéger la capacité d'endettement des États (en s'appuyant sur une banque centrale qui peut jouer le rôle de prêteur en dernier ressort, de manière à assurer la primauté du politique sur l'économique<sup>16</sup>). Elle exige également une concertation des politiques budgétaires et fiscales. Ces garanties et engagements mutuels sont évidemment décidés à l'unanimité du Conseil. Que se passe-t-il alors si un des partenaires ne respecte pas ses engagements ou s'efforce de tirer indûment parti du système de garantie ? Comment une union cosmopolitique décourage-t-elle ces comportements non-coopératifs ? Comment traite-t-elle l'aléa moral ou, disons encore, la mauvaise volonté ? Simplement en rediscutant du cas et en exigeant une action correctrice spécifique de la part du pays fautif, au risque sinon pour ce dernier de se voir opposer le veto des partenaires et de perdre les garanties, en particulier la protection de sa capacité d'endettement. L'aléa moral n'exige donc pas de mesures particulières ou d'un gendarme supra-souverain, il est déjà pris en compte dans l'écriture du concert européen, puisque cette écriture tient compte des singularités.

Mais si la prise en compte des singularités est un gage de souplesse, elle est aussi une source de controverse. On le voit bien dans le cas des gestions de crise, où le dosage entre « punition » et

---

16. Le pouvoir de prêteur en dernier ressort de la BCE fait néanmoins partie de ces questions « délicates » car les partenaires européens sont à la fois favorables à une primauté du politique tout en se méfiant d'une BCE qui sauverait tel ou tel pays en court-circuitant le Conseil. Par conséquent, la BCE n'a pas en principe ce pouvoir, mais en pratique elle l'a sous réserve du Conseil.

« aide » aux pays européens en difficulté est très diversement apprécié. Ce type de gestion alimente le sentiment d'un déficit démocratique au niveau de l'Union européenne. Il faut rappeler, à cet égard, que la promesse démocratique au sein d'une union cosmopolitique ne consiste pas à promouvoir une supra-souveraineté populaire, mais à respecter la souveraineté de chacun et ce qu'elle a institué sur cette base, à savoir son contrat social. Même s'il s'agit d'étendre le principe démocratique au-delà des nations en invitant chacun à écouter les raisons des citoyens voisins, il est clair qu'une modification du contrat social ne peut se faire sans l'aval de ses citoyens. C'est pourquoi la possibilité de perdre sa capacité à mener une politique économique et d'être poussé à une réécriture drastique de son contrat social – un *Diktat* – par la Commission européenne ou une troïka (composée de représentants de l'Union, de la BCE et du FMI) pose un problème aux démocraties européennes en réinterrogeant les finalités de l'Union : s'agit-il toujours de redonner aux nations une plus grande maîtrise de leur destin, en particulier sur le plan économique ?

Le dernier livre de Dani Rodrik permet de préciser l'enjeu. L'auteur défend avec force l'idée qu'à l'échelle du monde, on ne peut avoir en même temps un marché global, des États et la démocratie (Rodrik, 2011). En effet, il est risqué pour une nation d'ouvrir son marché intérieur et de laisser le jeu de la concurrence libre et non faussée décider de son sort. Même si l'ouverture offre des opportunités commerciales, celle-ci conduit généralement à revoir le contrat social, éventuellement jusqu'au point où les aménagements envisagés ne sont plus supportables démocratiquement (en clair, il faudrait sacrifier certains citoyens). C'est pourquoi Rodrik défend l'ouverture des marchés tout en faisant passer celle-ci derrière les nations et la démocratie. Or, la conclusion de Rodrik s'applique manifestement aussi à l'Union européenne et à son marché unique : si l'on veut maintenir les nations tout en s'unissant démocratiquement, alors il faut laisser aux nations la possibilité de protéger certains pans de leur économie, d'une manière ou d'une autre, au nom de leur autonomie. Le risque, sinon, est de voir certaines économies européennes ployer sous le poids de la concurrence européenne et internationale sans possibilité de rebond, sans possibilité de faire naître un secteur

économique compétitif pour participer de manière équilibrée aux échanges européens et internationaux. La décision de faire passer les nations et la démocratie avant le marché unique est la seule qui soit compatible avec la perspective d'une union cosmopolitique. C'est également la seule compatible avec le principe d'une monnaie cosmopolitique. Mais dans les faits, au sein de l'Union européenne, les priorités ne sont pas si claires. L'Union semble parfois plus soucieuse de faire rentrer les pays en difficultés dans le rang que de leur donner un avenir. Comment s'étonner après que les pays du Sud jugent l'Union fort peu démocratique, elle qui les condamne à s'enfoncer en leur laissant le tourisme pour seule industrie ? On ne peut pas balayer le reste de leur économie au motif qu'elle serait peu compétitive au sein du marché unique.

## 6. Conclusion

De tous les sociologues classiques, seul Simmel aurait pu envisager une monnaie cosmopolitique. En effet, il est le seul à étudier la socialisation en elle-même, à vouloir comprendre la société en train de se faire tandis que Durkheim parlait d'une société toujours déjà constituée, d'un individu toujours déjà socialisé et Weber parlait d'individus toujours déjà constitués, « terminés », sans les considérer aussi comme des sujets susceptibles de s'influencer mutuellement pour faire délibérément société. Or une union cosmopolitique est précisément une union toujours en train de se faire ; elle n'est jamais définitivement constituée. Ce type d'union est donc fragile par essence mais, en même temps, elle n'apparaît jamais que dans les contextes où elle s'impose objectivement aux citoyens. L'union est sans cesse renouvelée, remise à l'ouvrage, parce qu'il y a un terreau objectif d'intérêts voisins ou transversaux et que, par conséquent, chacun juge souhaitable de résoudre au mieux les problèmes de voisinage. Dès lors, au nom de l'union, il devient possible de régler certains conflits avec équité et de resserrer les liens.

Dans cette optique, le fait d'adopter une monnaie unique n'est pas un acte anodin au sein d'une union cosmopolitique. D'un coup, chacun s'engage à respecter ses promesses monétaires à l'égard de ses voisins. C'est évidemment un grand bouleversement, qui a des conséquences immédiates et prévisibles : les coûts de tran-

saction entre les partenaires s'effondrent, en particulier il n'y a plus de risque lié à la détention d'une devise étrangère puisque la devise est maintenant commune et garantie politiquement. Mais il y a aussi des conséquences moins immédiates, plus souterraines. Ainsi, cet engagement commun remet souvent en cause la culture économique des nations concernées en les obligeant à expliciter certains de leur mode de fonctionnement : des gouvernements habitués à résoudre leurs problèmes par l'inflation ou la dévaluation doivent dorénavant dire à leurs citoyens qu'il faut augmenter les taxes ou dépenser moins ; des banques « trop grosses pour faire faillite » doivent maintenant rédiger des testaments au lieu de compter sur la garantie implicite des citoyens... Enfin, la monnaie cosmopolitique crée un nouveau lien entre les partenaires, qui les conduit en principe à se soucier de leurs voisins. De fait, les partenaires ne se sont pas simplement engagés à respecter leurs promesses envers chacun, mais aussi à ce que chacun soit en mesure de respecter les siennes (puisque la confiance ne se divise pas).

Aussi la monnaie cosmopolitique introduit une sorte de solidarité au sein de l'union. Il faut désormais se soucier que son voisin soit en capacité de tenir ses engagements monétaires. Ceci implique de garantir à celui-ci une capacité d'endettement et/ou un flux d'investissement sur son territoire. Mais, à la différence des solidarités au sein d'une nation, cette garantie-ci est plus morale que juridique : elle n'est pas entièrement gravée dans le marbre de l'union, mais doit être discutée au cas par cas. Le risque d'aléa moral est ainsi écarté.

L'euro apparaît comme le cas paradigmatique d'une monnaie cosmopolitique. C'est même le seul cas au travers de l'histoire où le cosmopolitisme fonde véritablement la monnaie. Ce caractère inédit pose d'ailleurs des difficultés en bousculant les cultures économiques nationales. Depuis les débuts de la crise monétaire, en 2008, chacun découvre comment les institutions verticales (Conseil européen, BCE) abordent les problèmes et mettent en œuvre des réponses. Une culture de l'euro se forge-là, presque une jurisprudence. C'est pourquoi, d'ailleurs, le Conseil européen devrait s'interroger sur le poids de ses décisions sur cette culture naissante : la zone euro est-elle en train d'adopter une coutume des « retours immédiats » ? Une doctrine née de la défiance ? Si une

monnaie cosmopolitique est possible, encore faut-il en accepter les deux faces – la coresponsabilité autant que la responsabilité.

### Références bibliographiques

- Aglietta M., 2012, *Zone Euro. Eclatement ou fédération*, Paris, Michalon.
- Aglietta M., Orléan A., 2002, *La monnaie entre violence et confiance*, Paris, Odile Jacob.
- Bénassy-Quéré A., et alii, 2011, Réformer le système monétaire international, *Rapport du CAE*, Paris.
- Bordo M., James H., 2008, A long term perspective on the euro, *Economic Papers*, 308, February.
- Durkheim E., 1893, *De la division du travail social*, Paris, PUF.
- Ferry J.-M., 2010, *La république crépusculaire. Comprendre le projet européen in sensu cosmopolitico*, Paris, éd. du Cerf.
- Ferry J.-M., 2005, *Europe, la voie kantienne*, Paris, éd. du Cerf.
- Fontaine L., 2008, *L'économie morale, Pauvreté, crédit et confiance dans l'Europe préindustrielle*, Paris, Gallimard
- Grjebine A., 2012, L'Eurosystème : un mécanisme de transferts en faveur des pays déficitaires ? *Revue de l'OFCE, Débats et politiques*, n° 126.
- Habermas J., 1996 (tr. fr. 2005), *La paix perpétuelle. Le bicentenaire d'une idée kantienne*, Paris, éd. du Cerf.
- Habermas J., 1998 (tr. fr. 2003), *Après l'État-nation : une nouvelle constellation politique*, Paris, Fayard.
- Haller M., 2008, *European Integration as an Elite Process. The Failure of a Dream?* New York, Routledge.
- Kant E., 1784 (tr. fr. 1993), Idée d'une histoire universelle du point de vue cosmopolitique, in *Opuscule sur l'histoire*, Paris, Garnier-Flammarion.
- Kant E., 1795 (tr. fr. 1985), *Pour la paix perpétuelle*, Lyon, Presses Universitaires de Lyon.
- Keegan J., 1993 (tr. fr. 2000), *Histoire de la guerre, du néolithique à nos jours*, Paris, L'esprit frappeur.
- Mendras H., 1999, Le « mal de Bodin ». A la recherche d'une souveraineté perdue, *Le débat*, n°105, 71-89.
- Middelaar (van) L., 2009 (tr. fr. 2012), *Le passage à l'Europe : histoire d'un commencement*, Paris, Gallimard.
- Rawls J., 1971 (tr. fr. 1997), *Théorie de la justice*, Paris, éd. du Seuil.
- Reinhart C. M., Rogoff K. S., 2009 (tr. fr. 2010), *Cette fois, c'est différent. Huit siècles de folie financière*, Paris, Pearson.



- Rodrik D., 2011, *The Globalization Paradox. Why global markets, states and democracy can't coexist*, Oxford, Oxford University Press.
- Rosanvallon P., 2006, *La contre-démocratie. La politique à l'âge de la défiance*, Paris, éd. du Seuil.
- Sargent T., 2011 (tr. fr. J. Le Cacheux, 2012), Les États-Unis naguère, l'Europe aujourd'hui. Conférence Nobel du 8 décembre 2011, *Revue de l'OFCE, débats & politiques*, n° 126.
- Simmel G., 1900 (tr. fr. 1999), *Philosophie de l'argent*, coll. Quadrige, Paris, PUF.
- Simmel G., 1907 (tr. fr. 1998), *Les pauvres*, coll. Quadrige, Paris, PUF.
- Simmel G., 1908 (tr. fr. 1999), *Sociologie. Etudes sur les formes de la socialisation*, Paris, PUF.
- Stiglitz J., Sen A., Fitoussi J.-P., 2009, *Rapport de la Commission sur la mesure des performances économiques et du progrès social*, disponible sur [www.stiglitz-sen-fitoussi.fr](http://www.stiglitz-sen-fitoussi.fr).
- Truc G., 2005, Simmel, sociologue du cosmopolitisme, *Tumultes*, n° 24.

# LA MACROÉCONOMIE À L'ÉPREUVE DES FAITS

**Jean-Luc Gaffard**

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

---

L'objet de cet article est de proposer une lecture de l'évolution des faits et des idées économiques dans la perspective de montrer que les vieilles idées resurgissent sous de nouveaux atours, au point d'en cacher les lacunes et de rendre les crises, non seulement difficiles à prévoir, mais même à imaginer. Vouloir incriminer la seule finance et l'incapacité des économistes à en cerner les véritables arcanes pour les expliquer ne saurait suffire, pas plus d'ailleurs que ne le saurait la tentative d'avoir une macroéconomie des temps de crise différente de celle des temps calmes. Les crises ne viennent pas de nulle part. Elles sont le fruit d'une longue maturation dont les clés sont difficilement perceptibles par temps calme, mais existent bel et bien. La principale leçon de cette courte histoire est, sans doute, qu'il faut aller vers une macroéconomie réunifiée, permettant d'articuler court et long terme et de mettre en scène des agents hétérogènes.

*Mots-clés* : Budget, chômage, croissance, dettes, emploi, inflation, monnaie.

---

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

François Rabelais, *Pantagruel*

« Les idées incompatibles avec la manière dont l'économie réellement fonctionne affectent sa performance dans des directions qui produisent des résultats inattendus révélant l'incompatibilité en question. Il est, alors, difficile de comprendre les événements économiques et, par suite, la véritable base empirique de la macroéconomie elle-même, sans comprendre aussi comment les idées qui ont aidé à les engendrer ont évolué » (Laidler, 2009, p. 3). L'objet de cet article est de proposer une

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

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

Les différents épisodes, qui rythment l'évolution depuis presque un siècle, témoignent de cette réalité. Dans les années 1920, si les États-Unis connaissent une explosion de l'investissement et une croissance forte, les pays européens ne parviennent pas à solder les conséquences économiques de la Grande Guerre et de la paix. C'est pourtant aux États-Unis que l'euphorie va laisser la place à la Grande Dépression des années 1930 qui a mis à mal la croyance en l'efficacité de l'économie de marché, alors que l'Union soviétique semblait engranger les bénéfices de la planification centralisée. La crainte ou l'espoir s'est répandu de voir cette économie de marché disparaître pour laisser la place à une économie administrée. Cette issue fatale n'est pas advenue. Une nouvelle économie de marché, régulée par l'État, est née de la crise et de la guerre qui l'a suivie. À la question posée par Keynes (1939) qui était de savoir « si nous étions prêts à quitter l'état de laisser-

faire du XIX<sup>e</sup> siècle pour entrer dans une époque de socialisme libéral, c'est-à-dire dans un système nous permettant d'agir en tant que communauté organisée avec des buts communs, et disposés à promouvoir la justice sociale et économique tout en respectant et protégeant l'individu », la réponse est venue : positive. L'idée s'est imposée que le capitalisme pouvait bénéficier d'une croissance forte et régulière, mais à la condition que l'État intervienne pour en amortir les fluctuations et veiller à la cohésion sociale.

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

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

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

La Grande Modération, invoquée à l'appui de la nouvelle doctrine, a, cependant, été de très courte durée. La crise la plus importante connue depuis la Grande Dépression est venue y mettre un terme. Loin d'être un simple accident de l'histoire, elle pourrait bien être le point d'orgue d'enchaînements qu'il appar-

tient à la théorie économique d'expliquer et à la politique économique de contrôler. Les idées développées après la Grande Dépression, mais souvent perverties ou tronquées, redeviennent d'actualité. Leur donner leur pleine dimension requiert de réexaminer les principes de base de la macroéconomie.

## 1. La Grande Dépression

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

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

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

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

pas avec les demandes notionnelles ou virtuelles que décrit un équilibre général des marchés à la Walras quand les prix sont instantanément établis à des niveaux où la demande est égale à l'offre (Leijonhufvud, 1973). Les revenus courants deviennent les variables clés qui commandent les comportements de demande.

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

Le modèle conçu par Hicks (1937), qui allait devenir le modèle IS-LM, présenté comme le modèle de la *Théorie Générale* de Keynes et avalisé par celui-ci, décrit effectivement cette situation de l'économie. Hicks (ibid. p. 138) lui-même écrit que la *Théorie Générale* décrivait une économie en état de dépression. Dans ce modèle, les prix sont fixes et il n'y a pas place, de ce fait, pour un marché du travail. Non pas parce que cette rigidité serait une cause du chômage, mais, au contraire, parce qu'il s'agit de la condition pour éviter qu'il ne s'amplifie. Ce sont une dégradation des anticipations de profit des entrepreneurs et une préférence accrue pour la liquidité qui font baisser le revenu global et l'emploi. La diminution du taux d'intérêt induite par la baisse de l'investissement est contrariée par sa hausse induite par l'augmentation de la demande de monnaie. L'équilibre ainsi atteint, signifiant que le marché des biens est soldé (les anticipations de

court terme sont parfaites) est un équilibre avec chômage involontaire qui ne peut être corrigé que par les moyens d'un accroissement de la dépense publique.

Si l'hypothèse de fixité des prix et des salaires rend sans objet la représentation d'un marché du travail, reconnaître leur variabilité en rétablit la nécessité. Pour autant, il ne s'agit pas du marché du travail classique où offre et demande de travail dépendent des salaires réels. Ce marché ne fonctionne pas indépendamment des événements qui affectent le marché financier et la formation du taux d'intérêt. Le maintien du taux d'intérêt à un niveau trop élevé affecte négativement la demande de travail et le niveau d'emploi. Un chômage involontaire (qui ne peut pas être réduit par une baisse du salaire) apparaît (Dos Santos Ferreira, 2013).

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

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

Le défaut principal du modèle IS-LM est qu'il ne retient que des variables de flux et fait l'impasse sur le rôle des variables de stock qui affectent pourtant de manière substantielle le déroulement des



événements. L'entrée en crise comme la sortie de crise restent largement inexplicées. Certes, le mécanisme de déflation de la dette au cœur de la généralisation de la crise, est bien perçu quoique non intégré dans les modèles. Mais la fonction des stocks monétaires et financiers, tant pour amortir la crise que pour la déclencher ou pour retarder la reprise n'est pas retenue. Elle ne sera évoquée que beaucoup plus tard dans le cadre d'une critique radicale du modèle IS-LM (Leijonhufvud, 1973).

## 2. La croissance inexplicée

Après la Seconde Guerre mondiale les économies européennes ne sont plus des économies en dépression quand il importait de rendre solvable la demande pour réduire l'excédent de capacité, quand il semblait suffisant de distribuer du pouvoir d'achat pour réamorcer la pompe. Elles doivent reconstruire une capacité de production, alors que la demande solvable est potentiellement excédentaire. Il n'est plus question de faire se rencontrer dans l'instant une demande avec une offre. Il est question de construire une capacité qui permette que l'offre soit demain en cohérence avec la demande, alors que la demande courante excède l'offre courante (Hicks, 1947).

Concrètement, ces économies enregistrent une augmentation de l'offre de travail disponible qui fait suite au retour à la vie civile de nombre de citoyens, mais qui reste affectée par les pertes en vies humaines des deux guerres mondiales. Leur capacité de production reste en deçà de son niveau normal. La production courante de biens de consommation est largement insuffisante pour faire face à la demande domestique et l'accroissement de la force de travail est de peu d'effet immédiat sur ce montant faute de capacités inutilisées. La consommation est limitée par le maintien du rationnement, la taxation ou la hausse des prix. Il faut, avant tout, reconstituer le potentiel de production à commencer par la production de biens intermédiaires et de biens d'équipement. L'offre de travail doit être mobilisée pour construire la capacité de production future. Il s'ensuit une distribution de pouvoir d'achat sans contrepartie immédiate en termes de biens de consommation disponibles. Dans cette circonstance, une politique monétaire restrictive – une hausse du taux d'intérêt – pour combattre

L'inflation est à proscrire dès lors qu'elle affecte l'investissement. L'importation de biens de consommation est un moyen d'atténuer la hausse des prix et d'éviter une spirale de hausse des prix et des salaires, alors que l'exportation de biens de consommation aggraverait les tensions. Autrement dit, des tensions inflationnistes modérées et un déficit extérieur facilitent la transition. C'est ce qui s'est effectivement produit. Les erreurs de politique économique commises après la Première Guerre mondiale, imputables à la doctrine économique en vigueur mais aussi aux dispositions des Traités de paix, n'ont pas été répétées. La restauration d'un marché libre a été progressive et a attendu que les pénuries aient pu être surmontées. Ainsi, la reconstruction et la croissance d'après-guerre doivent beaucoup à la capacité de mobiliser les ressources humaines et financières nécessaires pour faire face aux besoins d'investissement créateurs d'inévitables tensions sur les prix et sur la balance commerciale. Cette capacité a été le résultat de politiques en faveur de l'immigration (en provenance d'Afrique ou de l'Est européen) et de politiques de facilité monétaire dont le plan Marshall a été l'expression initiale. Ce dernier, en particulier, a permis aux économies européennes d'importer les matières premières et les machines dont elles avaient besoin, atténuant ainsi les tensions inflationnistes dans la mesure où le temps pour construire la nouvelle offre s'en est trouvé réduit. Cette stratégie économique est difficilement réductible au seul soutien conjoncturel de la demande. C'est une stratégie de l'offre qui retient, implicitement, l'idée que la production prend du temps. L'analyse n'en a jamais vraiment été faite. Le modèle de référence (Solow, 1956), non seulement, ne cherche pas à expliquer les sources de la croissance que sont le taux de croissance de la population et celui de la productivité, mais surtout, il fixe des conditions de convergence vers ces taux de croissance qui sont les conditions de pleine concurrence, ne correspondant en rien à la réalité de la période faite de frictions et de rigidités.

Le succès n'aurait pas été au rendez-vous si une relative cohésion des relations économiques internationales n'avait pas été obtenue grâce à la mise en œuvre des accords de Bretton Woods. Le véritable objectif de ces accords était de concilier un pouvoir domestique de régulation macroéconomique fondé sur l'existence de stabilisateurs internes et la recherche de la justice sociale avec

une nécessaire discipline internationale susceptible de garantir une libéralisation progressive du commerce, source de croissance (Rodrik, 2011). Il a été atteint, certes dans le cercle restreint des pays occidentaux et du Japon, parce que l'on s'est donné les moyens de maîtriser les déséquilibres internationaux nés des changements structurels et des écarts entre pays, à savoir un régime de changes fixes et un contrôle des mouvements internationaux de capitaux. Frictions et rigidités, qui ont favorisé les adaptations nécessaires, ont été la marque de fabrique de ce nouvel ordre, loin, là encore, des conditions de pleine concurrence.

### 3. L'illusion du réglage fin de la conjoncture

Ce n'est que dans le courant des années 1960, dans un environnement de croissance stable, que l'idée qu'un réglage fin de la conjoncture est possible va s'imposer. Il s'agit pour les gouvernements d'arbitrer au plus près entre le taux d'inflation et le taux de chômage en usant de l'arme budgétaire pour relancer ou, au contraire, ralentir l'activité globale, mais en restant toujours dans un intervalle restreint de variation de ces deux taux comme si aucun choc ne pouvait plus jamais heurter l'économie. Le modèle de référence reste le modèle IS-LM, devenu modèle de la synthèse néo-classique auquel est couplée une relation entre taux de chômage et taux d'inflation ou courbe de Phillips. Dans cette construction quelque peu baroque, d'une part, l'état des anticipations de profit et l'état de la préférence pour la liquidité sont réputés inchangés, d'autre part, le taux d'inflation devient une variable déterminée par le taux de chômage *via* le taux de variation des salaires qui réagit aux déséquilibres sur le marché du travail (Samuelson et Solow, 1960). Ce dernier est ainsi réintroduit sous une forme classique et permet de donner un fondement théorique à la relation empirique découverte par Phillips (1958). La politique monétaire continue d'être jugée de peu d'efficacité, par les keynésiens de stricte obédience, non pas que l'économie soit maintenue dans une trappe à liquidité comme c'était le cas en période de dépression, mais parce que l'investissement privé est réputé peu sensible à un taux d'intérêt essentiellement déterminé par le niveau de préférence pour la liquidité, d'ailleurs devenu faible.

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

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

#### 4. L'irruption de l'inflation

L'augmentation simultanée de l'inflation et du chômage ou stagflation, phénomène inédit qui a frappé des économies développées au cours des années 1970, remet, en effet, en cause une théorie comme une politique économique, désormais trop influencées par la croyance en une stabilité définitivement acquise procédant de ce réglage fin de l'état de la demande. La courbe de Phillips, qui postule l'existence d'une relation inverse entre taux de chômage et taux d'inflation, devient instable : inflation et

chômage augmentent simultanément, alors que semblait être maîtrisé, jusque-là, un arbitrage entre les deux. Ce phénomène a conduit à un retournement de la doctrine économique.

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

Une histoire raisonnée du déroulement des faits économiques donne, cependant, un autre aperçu de la nature des difficultés. La rupture effectivement enregistrée dans la formation des anticipations tient à la hausse des prix des matières premières observée au début des années 1970 qui est le résultat direct des tensions créées par un taux de croissance très fort, lui-même induit par un choc monétaire et budgétaire parti des États-Unis pour des raisons avant tout politiques. C'est une innovation au sens de Schumpeter – en fait une accélération de la croissance – qui va engendrer des difficultés globales mais aussi structurelles. Les ressources primaires disponibles, et notamment les ressources en énergie, deviennent un facteur limitatif. Le taux de croissance compatible avec la stabilité des prix devient plus faible (Hicks, 1977). Mais surtout une réorganisation des processus de production de grande ampleur devient nécessaire pour répondre à l'augmentation du prix des matières premières, singulièrement dans le secteur manufacturier. Ce choc structurel est d'autant plus fort que s'opère une redistribution de la richesse à l'échelle mondiale qui va exiger une nouvelle gestion des flux financiers internationaux, ce que l'on a nommé le recyclage des pétrodollars.

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

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

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

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

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

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

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

## 5. L'idéologie de la Grande Modération

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

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



Cette nouvelle macroéconomie relève de l'analyse du moyen et long terme dans la mesure où elle repose sur l'identification d'un attracteur de l'économie dont on pense qu'il est impossible de s'en écarter durablement. Cet attracteur, symbolisé par le taux de chômage naturel, est caractérisé par les propriétés prêtées aux technologies, aux préférences individuelles (et collectives) ainsi qu'aux formes de marché.

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

Toute tentative de s'écarter du taux de chômage naturel et du niveau naturel du produit, c'est-à-dire de l'équilibre de long terme, est vouée à l'échec. C'est ce dont rend compte le modèle offre globale – demande globale ou AS-AD qui est une extension du modèle IS-LM prenant en considération le mouvement du niveau général des prix induit par des chocs d'offre ou de demande (Blanchard, 2011). Ainsi, suivant ce modèle, une politique monétaire expansionniste peut entraîner une relance de l'activité, mais la hausse des prix entraîne une révision des anticipations susceptible de provoquer une hausse des salaires nominaux et finalement une diminution de l'activité en réduisant le montant de l'offre, tant que l'économie n'est pas revenue au niveau de son produit naturel. Le résultat à moyen terme se résume à une hausse du niveau de prix. De même, une réduction du déficit budgétaire

peut entraîner une chute de l'activité, mais la baisse des prix entraîne une révision des anticipations susceptible de provoquer une baisse des salaires nominaux et finalement une augmentation de l'activité en augmentant l'offre tant que l'économie n'est pas revenue à son niveau naturel. En bref, il est possible de rétablir l'équilibre des comptes publics sans effet négatif durable sur le niveau d'activité.

Un modèle quelque peu différent est construit autour de trois équations, l'équation d'équilibre du marché des produits (IS), l'équation de Phillips (PC) et l'équation de règle monétaire (MR) qui décrit la fonction de réaction de la Banque centrale fixant son taux d'intérêt en réponse à l'écart d'inflation et à l'écart de production potentielle (Carlin et Soskice, 2005). Ce modèle a l'avantage de proposer une formulation de la politique monétaire mieux adaptée à la réalité et de répondre aux critiques de cohérence ou de pertinence adressées à l'équation traditionnelle d'équilibre monétaire LM (Romer, 2000 ; Pollin, 2003). Il conduit, cependant, à des résultats de même nature que le modèle AS-AD en continuant de postuler l'existence d'un attracteur unique identifié au taux de chômage naturel et relevant des seules conditions d'offre.

La représentation dite AS-AD est l'expression élémentaire des thèses défendues par la nouvelle économie classique dont l'ambition est de faire de l'inflation la seule question à laquelle doit répondre la politique économique en regard de cycles d'affaires présumés être des phénomènes d'équilibre (Lucas, 1972, 1975, 1977). L'objectif affirmé dès l'abord est de montrer que des perturbations monétaires entraînent des fluctuations temporaires du produit réel sans qu'il soit besoin de faire état de rigidités ou d'anticipations non rationnelles qui caractérisent les modèles keynésiens. En fait, dans un monde essentiellement walrasien, les comportements des agents économiques devraient seulement répondre aux prix relatifs et être invariants vis-à-vis de chocs nominaux. Ce ne sera pas le cas quand ces mêmes agents (entreprises ou salariés) sont surpris et interprètent une augmentation de prix (salaire) comme une augmentation de leur prix (salaire) relatif les conduisant à offrir plus. Une telle erreur témoigne de la difficulté d'extraire le bon signal. Elle est forcément de courte durée. Une fois qu'elle est identifiée, produit et emploi reviennent à leur niveau naturel d'équilibre. En bref, les fluctuations sont dues aux pertur-

bations monétaires. L'inflation reste un phénomène purement monétaire alors qu'aucun déséquilibre de marché n'est possible.

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

Le peu de crédibilité de l'explication monétaire des fluctuations conduit à formuler la théorie dite des cycles réels qui les attribue à des chocs stochastiques de productivité exogènes, mais anticipés par les consommateurs qui y adaptent leur offre de travail (Kydland et Prescott, 1982). Pour autant, la seule politique économique admissible reste une politique monétaire exclusivement dédiée à maintenir le niveau général des prix stables, les cycles décrits correspondant à tout moment à une utilité maximale pour le consommateur de référence.

La théorie formulée par la nouvelle économie keynésienne maintient ce principe de cycles réels d'équilibre, mais en ajoutant que les prix sont rigides en raison de comportements présumés rationnels des entrepreneurs et connus des consommateurs. Les prescriptions de politique économique ne s'en trouvent pas davantage modifiées (Woodford, 2003). Ainsi, en cas de choc de productivité positif, les coûts unitaires baissent, mais les prix baissent moins qu'ils ne devraient, en raison de coûts d'ajustement, et par suite les quantités produites augmentent moins qu'elles ne le devraient. Les consommateurs, anticipant que les prix futurs seront relativement plus élevés par rapport aux prix courants, diminuent leur consommation future et augmentent leur consommation présente. Il en résulte une hausse du taux d'inflation courant qui réagit au taux d'inflation futur anticipé (et non plus aux erreurs d'anticipation du taux d'inflation courant) et la formation d'un écart de la production future par rapport à son potentiel. La solution est, alors, pour la banque centrale

d'augmenter le taux d'intérêt pour rétablir le profil optimal de la consommation. Elle le fait logiquement si elle a pour mission de contrôler l'inflation et plus encore les anticipations inflationnistes. Qu'elle détecte de telles anticipations et elle devra augmenter son taux d'intérêt. Comme on peut le voir, le présent est ici déterminé par un *futur rationnellement anticipé dans un monde présumé ordonné*.

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

L'analyse de l'économie de marché ainsi élaborée ne consiste plus à identifier *les mécanismes d'interaction sociale au cœur de l'échange et de la création de richesses*, mais à approfondir la compréhension *des mécanismes de choix individuels en fonction de l'information détenue*. Il n'est pas étonnant, dans ces conditions, de voir disparaître la spécificité de l'analyse des économies globales – la macroéconomie – réduite à ne considérer que les incitations des individus d'ailleurs ramenés au consommateur représentatif dont le comportement n'est dicté que par le futur rationnellement anticipé. Il n'est pas étonnant de voir disparaître toute compréhension des crises majeures réduites à des accidents aux effets temporaires et toute véritable distinction entre l'économie du monde et celle des pays qui le composent.

Le long terme est tout entier structuré par les propriétés des technologies et des préférences ainsi que par celle des institutions qui les commandent : il ne doit rien à des événements du court

terme réduits aux aléas de la demande. Les efforts de régulation de la demande ne peuvent être qu'inefficaces ou pervers. L'économie est gouvernée par un futur mythique, structuré par les seules caractéristiques de l'offre.

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

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

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

## 6. Le retour de l'instabilité : les crises des pays émergents

Dans le même temps où s'établissait la nouvelle doctrine, et alors que les États-Unis renouaient avec la croissance sans d'ailleurs l'appliquer strictement, des crises financières ont secoué différents

pays sud-américains et asiatiques. Elles constituaient un signe prémonitoire du danger de vouloir plier la réalité à la croyance en un long terme immunisé de tout effet des perturbations immédiates (Krugman, 1999).

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

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

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

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

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

## 7. Le retour de l'instabilité : la crise américaine

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

Aux États-Unis, épice de cette crise, au cours des années 1990, l'envolée des cours boursiers des valeurs technologiques a,

certes, traduit les gains substantiels de productivité obtenus grâce à l'exploitation des nouvelles technologies. Mais elle s'est conclu avec l'éclatement de la bulle internet en 2001 qui a révélé un excès d'investissement assez comparable à celui observé dans la période qui précède la crise de 1929. Cet enchaînement est typique de ce dont il est question dans la macroéconomie monétaire d'inspiration autrichienne (Hayek, 1933) : un taux d'intérêt trop bas conduit à un désalignement entre les plans de consommation future des ménages et les plans d'investissement des firmes pour les satisfaire. Ce désalignement peut être interprété comme le résultat d'une épargne forcée (Laidler, 2009, p. 18)

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

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



catastrophe financière devenue inévitable. La théorie et la politique macroéconomique en vogue ne pouvaient qu'ignorer la nature des enchaînements à l'œuvre.

## 8. Le retour de l'instabilité : la crise européenne

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

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

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

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

par rapport au produit intérieur brut, manifestant ainsi son souci de ne pas risquer la récession consécutive au ralentissement inévitable de la demande privée domestique.

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

## 9. Un précédent inquiétant : la crise japonaise

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

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

La conséquence est que le Japon a dû faire face à l'éclatement simultané de deux bulles spéculatives, l'une boursière, l'autre immobilière, qui ont grandement affecté son système bancaire, mais aussi ses entreprises dont la valeur des actifs a brutalement et grandement chuté. Les politiques économiques alors mises en œuvre, inspirées des thèses keynésiennes, ont conduit à financer massivement des projets publics plus ou moins utiles. Elles ont sans doute atténué les effets déflationnistes de la crise, mais ont eu pour conséquence tangible une forte hausse de la dette publique qui a découragé de poursuivre dans la même direction. Ces dépenses étaient censées avoir un fort effet multiplicateur sur l'activité en permettant aux travailleurs sous employés de signaler une demande solvable de biens et de services domestiques. Or le problème du Japon était plus complexe. Certes, les ménages confrontés à des contraintes de revenus ont diminué leur effort d'épargne. Mais la difficulté essentielle est venue du fait que les entreprises ne pouvaient pas et plus tard ne voulaient pas acheter les services des facteurs nécessaires pour produire des biens disponibles ultérieurement. L'état des banques ne leur permettait pas de prêter et quand elles se sont en partie rétablies, nombre d'entreprises avaient des bilans dans un tel état qu'elles n'étaient pas à même d'emprunter (Koo, 2003, 2008). Par ailleurs, la politique de bas taux d'intérêt pratiquée par la Banque centrale ne pouvait en rien contrarier les défaillances enregistrées une fois que le système de crédit s'était affaïssé. L'économie était tombée dans une trappe à liquidités (Krugman, 1998). De fait, le Japon s'est trouvé dans une situation de chute de l'investissement plus que de hausse de l'épargne. La régression des projets d'investissement à long terme résultant, en partie, du vieillissement de la population, un temps masquée au sein d'une économie de bulle financière et immobilière, a fini par dominer. En même temps, la hausse des dépenses sociales mécaniquement produite par ce même vieillissement est devenue un facteur inhibant de la poursuite d'une politique de déficit budgétaire. Deux questions se sont, alors, posées et continuent de se poser. Pendant combien de temps doit-on et peut-on maintenir un déficit budgétaire ? Faut-il envisager une politique de facilité monétaire susceptible de créer des anticipations, modérément mais suffisamment inflationnistes afin de susciter une reprise ?

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

## 10. L'orthodoxie ressuscitée

Les débats académiques et politiques des années 1990 et 2000 ont, explicitement ou non, reposé sur une séparation du court terme d'avec le long terme ou, pis, ont ignoré le court terme pour privilégier un idéal de long terme. Quand il a été question de comprendre les déficits de croissance des grands pays de la zone euro vis-à-vis des États-Unis, du Royaume-Uni et des petits pays de la zone euro, l'accent était exclusivement mis sur le degré insuffisant de libéralisation des marchés visé par les premiers. Aujourd'hui, quand il faut expliquer la meilleure tenue de l'Allemagne face à la crise, ce sont les réformes structurelles réalisées par ce pays qui sont mises en avant. Les choses sont pourtant beaucoup plus complexes.

La crise aurait dû mettre en pièces le consensus qui s'était établi en faveur d'une stratégie économique fondée sur la libéralisation des marchés et le recul de l'interventionnisme étatique. Il n'en a rien été en dépit notamment du désordre que constitue la montée des inégalités. Certes, il y a bien une explication, qualifiée de progressiste, qui établit un lien entre la montée des inégalités et la chute de la demande masquée un temps par un endettement des ménages qui s'est avéré insoutenable. Les tenants de l'orthodoxie du moment persistent, cependant, à ne pas voir l'origine des déboires actuels dans le creusement des inégalités pour privilégier une explication faisant état de dérèglement du marché du travail et du marché de la formation (Rajan, 2010). Ils admettent que les inégalités ont augmenté comme corollaire de la libéralisation et de la dérégulation, mais ils réfutent l'idée que ce serait le résultat de comportements prédateurs rendus possibles par des positions de pouvoir ou des choix politiques consistant à favoriser, notamment fiscalement, les riches. Ces inégalités auraient augmenté en réponse à des chocs structurels. Sans doute, l'adoption de nouvelles

technologies a accru le besoin de travailleurs hautement qualifiés dont les salaires ont fortement augmenté quand, dans le même temps, l'intensification de la concurrence des pays émergents a eu pour effet que les emplois occupés par des travailleurs peu qualifiés ont été automatisés ou délocalisés. L'accès facilité au crédit a, certes, pallié temporairement le déficit de demande des catégories de la population les moins aisées et les moins qualifiées ainsi créé. Mais, d'un point de vue orthodoxe, il s'agit d'un choix politique conduisant à geler une situation de déséquilibre sur le marché du travail, en affaiblissant les incitations à se former de ces mêmes catégories de la population. Les défaillances du système de formation auraient fait le reste. Les politiciens, soucieux qu'ils sont de préserver la consommation courante, seraient, bien plus que les économistes, responsables de la situation créée.

Les défenseurs de la thèse, que l'on qualifiera de conservatrice, voient sa confirmation dans les caractéristiques de l'autre crise, celle de la zone euro. Les inégalités n'y ont pas augmenté dans une mesure équivalente à ce qui a pu être observé aux États-Unis et au Royaume-Uni. En outre, l'Allemagne semble être en meilleure position face à la crise alors même qu'elle a procédé à des réformes tendant à libéraliser le marché du travail, créant, cependant, davantage d'inégalités parmi les salariés suivant les secteurs où ils sont employés, mais très vraisemblablement en lien avec l'échelle des qualifications. Le pas est, alors, vite franchi par les tenants de l'orthodoxie du moment, consistant à stigmatiser le comportement des pays les moins compétitifs dont les gouvernements, mais aussi les acteurs privés, ont tiré parti de la baisse du coût du crédit avec l'introduction de l'euro en finançant des dépenses improductives, poussant les salaires à la hausse sans augmentation correspondante de la productivité.

L'espoir que la participation à un marché unique entraînerait la convergence des performances a été déçu. D'aucuns incriminent le défaut de rapprochement institutionnel qui expliquerait une croissance des pays retardataires tirée par l'accumulation de capital plutôt que par les gains de productivité totale des facteurs (Bertola, 2013). Si le flux de capitaux des pays avancés vers les pays retardataires ne s'est pas concrétisé par une hausse significative de la productivité dans ces derniers, ce serait la conséquence d'une insuffisante amélioration de la qualité des institutions, s'agissant

notamment des pays qui ont adopté très tôt la monnaie unique (Espagne, Grèce, Portugal). L'idée surgit alors que les facilités financières accordées à ces pays ont permis aux décideurs politiques de ne pas se soucier des exigences de compétitivité et de prendre des mesures réduisant les inégalités au détriment de l'objectif de convergence. En filigrane, apparaît l'idée que le creusement assez significatif des inégalités observé en Allemagne est, en quelque sorte, naturel et que le véritable échec des pays en difficulté est de ne pas y avoir consenti en réalisant les réformes nécessaires.

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

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

## **11. Le kaléidoscope de l'économie mondiale**

La mondialisation n'est pas, comme certains voudraient le faire croire, la découverte et le fruit des règles appliquées à tous et partout qui garantiraient stabilité et progrès sous couvert d'uniformité. Elle met en présence des pays très différents les uns des autres en termes de niveau de développement, de taille, d'institutions et de stratégies. Quand les pays développés prétendent appliquer les règles d'un néo-libéralisme pourtant mis en doute par la crise, les pays émergents continuent de tracer leur route loin du consensus en vogue. Chacun d'entre eux subit à sa façon les conséquences de l'élargissement des marchés et y réagit en décidant de choisir un chemin sans doute particulier, mais jamais coupé du chemin suivi par les autres. Il n'y a pas d'indépendance dans

l'interdépendance, mais une étroite imbrication des uns avec les autres signifiant qu'il n'est pas sérieux de vouloir isoler les pays les uns des autres en distinguant ceux d'entre eux qui sont vertueux de ceux qui ne le sont pas au nom de critères communs. Les déséquilibres subis par les uns sont forcément le corollaire de ceux que connaissent les autres. Ils s'alimentent les uns les autres pour le meilleur et pour le pire.

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

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

dans les pays excédentaires. Aujourd'hui, les économies européennes cumulent le fait d'être soumises à des changements structurels avec la nécessité de trouver une cohérence entre elles qui leur assure de marcher d'un même pas et d'avoir des performances comparables.

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

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

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



## 12. Vers une nouvelle macroéconomie unifiée

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

Sans doute, l'une des analyses les plus pertinentes s'inscrivant dans ce cadre théorique, est celle qui fait valoir l'existence d'un accélérateur financier (Bernanke et Gertler, 1989, 1990, 1995 ; Bernanke, Gertler et Gilchrist, 1996). Le principe en est simple. Si la richesse nette des emprunteurs diminue (augmente) sous l'effet d'un choc, la base pour un financement interne est réduite (accrue). Il en est même du montant de financement externe du fait d'une hausse (baisse) du coût d'intermédiation financière associé à l'existence d'asymétries d'information. La chute (hausse) de l'activité s'en trouve amplifiée. La diminution (l'augmentation) du taux d'endettement agit dans le sens d'un retournement de tendance. Des cycles sont ainsi le résultat des mécanismes proprement financiers. L'intérêt de l'analyse tient à ce qu'elle prend en considération les situations de bilan des emprunteurs au lieu de se focaliser sur les seules variables de flux. Elle continue de décrire une économie autorégulée.

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

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

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

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

### 13. Controverses sur le multiplicateur

Le fonctionnement d'une économie en déséquilibre fait apparaître un effet multiplicateur qui relie les variations de revenu aux chocs de demande de diverses origines. Le simple fait que les échanges aient lieu à de « faux » prix, i.e. des prix de déséquilibre,

suffit à créer des défauts de communication entre les agents et des contraintes de revenu qui sont à l'origine de ce mécanisme (Tobin, 1993 ; Howitt, 2006, 2008). Les individus, contraints dans leur offre, formulent des demandes qui, au lieu de répondre à des prix présumés optimaux, sont possiblement affectées par ces contraintes et donc par les revenus courants, qu'il s'agisse des revenus de la vente de biens et services ou des revenus du travail.

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

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

Ce rôle est ambivalent. Ainsi, l'existence de stocks tampons (monétaires et financiers) aide, sans conteste, à maintenir l'économie dans un corridor de stabilité. Elle permet que les

dépenses soient maintenues, alors que le revenu courant diminue (Leijonhufvud, 1973). Mais leur gonflement inapproprié peut, à l'inverse, faire sortir de ce corridor de stabilité. La situation de déflation par la dette, qui fait suite à la baisse des prix, en est une parfaite illustration (Keynes, 1936 ; Patinkin, 1965). L'augmentation du poids des dettes est à l'origine de faillites, notamment de faillites d'entreprises, qui ont pour conséquence une chute de la demande globale. L'économie peut, alors, sortir de son corridor de stabilité.

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

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

consommation. Il faut, en outre, que la production puisse augmenter dans les secteurs directement concernés, mais aussi dans les secteurs situés en amont qui les fournissent en matériaux ou biens d'équipement, ce qui, en général, demande du temps. Bref, le multiplicateur varie avec le temps et les circonstances.

#### 14. La théorie des prix revisitée

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

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

Ces mêmes variations, dès lors qu'elles vont dans la mauvaise direction ou sont excessives peuvent contribuer à amplifier les

perturbations affectant la structure de la capacité productive. Elles provoquent l'alternance d'excédents d'offre et de demande et, finalement, l'alternance de destructions excessives de capacité et de goulots d'étranglement, engendrant des fluctuations erratiques du produit (Amendola et Gaffard, 1998, 2006 ; Amendola, Gaffard et Saraceno, 2004).

L'interrogation sur l'impact d'une plus ou moins grande flexibilité des prix, dans un contexte de déséquilibre de marché et d'hétérogénéité des agents, éclaire sur ce que sont véritablement les coûts de l'inflation. La critique souvent adressée aux keynésiens est de ne pas se préoccuper de l'inflation et de ses coûts et de privilégier la lutte contre le chômage. Ce biais dans les thèses keynésiennes explique pour une part la désaffection dont elles ont été l'objet à partir des années 1980 au bénéfice des thèses monétaristes ou de la nouvelle école classique. Pourtant, il faut bien convenir de la faiblesse de ces dernières quand il est précisément question d'expliquer les coûts de l'inflation. En fait, le vrai problème soulevé par l'inflation est le désordre qu'elle crée, au-delà d'un certain seuil, dans les prix relatifs et dans la répartition des revenus et des richesses en ayant pour effet d'empêcher les mécanismes de marché de bien fonctionner (Laidler, 2008 ; Leijonhufvud, 1977 ; Heymann et Leijonhufvud, 1995). Le vrai problème auquel sont confrontés les agents n'est pas qu'ils prennent une variation du niveau général des prix pour une variation des prix relatifs, mais qu'ils sont dans l'incapacité d'interpréter correctement les signaux de prix qui résultent de changements de prix relatifs dus au processus inflationniste. Il s'ensuit que des réallocations nécessaires de ressources ne sont pas effectuées, alors que d'autres le sont qui ne devraient pas avoir lieu (Leijonhufvud, 1977). Autant une inflation trop basse est coûteuse en termes d'emplois perdus (Akerlof *et alii.*, 1996), rendant, en outre plus difficiles les adaptations structurelles nécessaires, autant une inflation forte va de pair avec des perturbations menaçant la viabilité de l'économie. Une inflation forte a souvent pour corollaire une forte volatilité des prix nominaux associée à des alternances d'excès de demande et d'offre sur les différents marchés. L'incertitude accrue tend à réduire l'horizon temporel des agents et à faire disparaître les marchés à terme, à l'opposé de ce que prétend la théorie de l'équilibre général. Une plus grande flexi-

bilité est recherchée, non pas des prix mais des décisions d'investissement. Elle implique de privilégier des décisions réversibles et de se garantir le plus large choix possible ultérieurement (Hicks, 1974). Les investissements à long terme s'en trouvent affectés et avec eux le degré de division du travail, au détriment de la croissance. C'est ce qui a pu être observé au moment de la transition vers l'économie de marché dans les pays de l'ancien bloc soviétique (Heymann et Leijonhufvud, 1995). Par ailleurs, les dysfonctionnements des marchés ouvrent la voie à des choix politiques sensibles à l'influence d'intérêts particuliers plus ou moins puissants. Comme il est improbable que chaque individu, confronté à l'inflation, compense ses pertes par ses gains, chacun d'entre eux ou chaque groupe social essaie de gagner et tente d'influencer les décideurs politiques dans un sens qui leur est favorable. Leurs actions, au lieu d'être tendues vers la meilleure utilisation de leurs ressources dans un but productif, ont pour priorité vitale d'échapper aux conséquences néfastes de l'inflation. Se reposer sur les effets présumés bénéfiques de la concurrence et des accords contractuels cède devant la recherche d'arbitrages administratifs favorables, forcément discriminants (Leijonhufvud, 1977).

## 15. Retour sur les enjeux de politique économique

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



la neutralité du gouvernement. Or, d'une part, dans un monde normalement en déséquilibre, cette neutralité est illusoire, d'autre part, les imperfections de la concurrence sur les marchés de biens ou les marchés de travail, loin d'être un obstacle à la hausse de la production et de l'emploi, pourraient la favoriser.

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

La littérature en macroéconomie de la concurrence imparfaite est une invitation à examiner cette question (Dixon et Rankin, 1994 ; Silvestre, 1993 ; Solow, 1998). Une concurrence imparfaite signifie que les entreprises ne sont plus preneuses de prix, mais, au contraire, fixent prix et quantités sur la base de leur perception de la demande. Il devient, alors, possible que les entreprises d'un secteur accroissent production et emploi, quand elles anticipent que d'autres entreprises, dans un autre secteur, augmentent production, emploi et salaires. Une forme de complémentarité stratégique existe ainsi qui peut conduire à des niveaux de production élevés ou bas suivant que les entrepreneurs en question sont optimistes ou pessimistes (Heller, 1986 ; Cooper et John, 1988). De telles situations relèvent de l'état de concurrence imparfaite qui impose aux entreprises de baser leurs décisions de production et d'investissement sur des anticipations de quantités. Inévitablement, la question se pose, alors, de savoir comment ces entreprises établissent leurs anticipations et, plus précisément,

comment chacune d'entre elles prévoit les quantités produites par les autres, autrement dit comment elles se coordonnent. Or ce ne peut être que par le moyen d'arrangements organisationnels relevant de ce qu'il est convenu d'appeler des imperfections de marché. L'objectif de ces arrangements est bien de donner aux entreprises la capacité d'acquérir la connaissance minimale de leur environnement de marché pour pouvoir engager des dépenses d'investissement irréversibles (Richardson, 1960). Tels sont les véritables fondements microéconomiques de la macroéconomie dans une économie de marché dont la forme normale est la concurrence monopolistique ou l'oligopole (Solow, 1998). Dans un environnement de ce type, les entreprises sont, naturellement, sensibles aux conditions de stocks auxquelles elles doivent faire face, qui révèlent le degré de coordination et qui commandent les choix de production et d'investissement. Ces stocks peuvent jouer un rôle tampon ou, au contraire, avoir un effet amplificateur des déséquilibres.

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

Sans préjudice de l'évolution nécessaire de certains régimes sociaux et de réformes de la gestion publique, il serait judicieux, en période de récession, de reconnaître la nécessité de soutenir la production et l'emploi, par le moyen du budget, quand les agents privés doivent rétablir leurs bilans, et ne rechercher le rétablisse-

ment des comptes publics qu'une fois terminée la période de désendettement privé. Pour autant, cela ne signifie pas que le laxisme budgétaire est la solution, indépendamment de l'orientation des dépenses et des prélèvements. Si l'enjeu est de concourir au désendettement des agents privés, entreprises et ménages, qui bénéficie des dépenses et qui paie les impôts compte.

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

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

## 16. Temps calmes et temps de crise

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

## Références bibliographiques

- Akerlof G. A., W. T. Dickens, G. L. Perry et R. J. Gordon, 1996, « The Macroeconomics of Low Inflation », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Amendola M. et J.- L. Gaffard, 1998, *Out of Equilibrium*, Oxford, Clarendon Press.
- Amendola M. et J.- L. Gaffard, 2006, *The Market Way to Riches : Beyond the Myth*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Amendola M., J.-L. Gaffard et F. Saraceno, 2004, « Wage Flexibility and Unemployment : The Keynesian Perspective Revisited », *Scottish Journal of Political Economy*, 51, pp. 654-674.
- Askenazy P., 2011, *Les décennies aveugles : emploi et croissance 1970-2010*, Paris, Le seuil.
- Barro R. J. et H. I. Grossman, 1971, « General Disequilibrium Model of Income and Employment », *American Economic Review*, 61, pp. 82-93.
- Barro R. J. et H. I. Grossman, 1976, *Money, Employment, and Inflation*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Benassy J-P., 1975, « Neo-Keynesian Disequilibrium Theory in a Monetary Economy », *The Review of Economic Studies*, 42 (4), pp. 503-523.
- Bernanke B. et M. Gertler, 1989, « Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations », *American Economic Review*, 79, pp. 14-31.
- Bernanke B. et M. Gertler, 1990, « Financial Fragility and Economic Performance », *Quarterly Journal of Economics*, 105, pp. 87-114.
- Bernanke B. et M. Gertler, 1995, « Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy », *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), pp. 27-48.
- Bernanke B., M. Gertler et S. Gilchrist, 1996, « The Financial Accelerator and the Flight to Quality », *Review of Economics and Statistics*, 78, pp. 1-15
- Bertola G., 2013, « Policy Coordination, Convergence, and the Rise and Crisis of the Euro Zone Imbalances », European Commission, *DG Economic and Financial Affairs: European Economic Papers*, n° 490, Brussels, avril, et CEPR DP 9471.
- Bertola G., 2013, « Redistribution Policies and the Root of the Euro Zone Crisis », <http://www.voxeu.org/article/redistribution-policies-root-eurozone-crisis>
- Blanchard O., 2011, *Macroeconomics*, Boston, Pearson.
- Blanchard O. et D. Leigh, 2013, « Growth Forecasts Errors and Fiscal Multipliers », *IMF Working Paper*, 13/1.
- Carlin W. et D. Soskice, 2005, *Macroeconomics: Imperfections, Institutions, and Policies*, Oxford, Oxford University Press.

- Clower R. W., 1967, « The Keynesian Counter-Revolution – a Theoretical Appraisal », in F. H. Hahn et F. P. R. Brechling (eds.), *The Theory of Interest Rates*, London, Macmillan.
- Colander D., 2006, *Post Walrasian Macroeconomics*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Cooper R. et A. John, 1988, « Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models », *Quarterly Journal of Economics*, 103, pp. 441-463.
- Corden W., 2011, « Global Imbalances and the Paradox of Thrift », *Policy Insight*, n° 54, Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Day R. H., 1993, « Non-Linear Dynamics and Evolutionary Economics », in R. H. Day et Ping Chen (eds.), *Non-Linear Dynamics and Evolutionary Economics*, Oxford, Oxford University Press.
- Dixon H. et N. Rankin, 1994, « Imperfect Competition and macroeconomics: a survey », *Oxford Economic Papers*, 46, pp. 171-199.
- Dos Santos Ferreira R., 2013, « Mr Keynes, the Classics and the New Keynesians: a suggested modelling », *European Journal of History of Economic Thought*, forthcoming.
- Eggertsson G. B. et P. Krugman, 2012, Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: a Fisher – Minsky – Koo Approach, *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 1469-1513.
- Fitoussi J.-P., 1973, *Inflation, équilibre et chômage*, Paris : Cujas.
- Fitoussi J.-P., 1996, *Le débat interdit*, Paris, Arlea.
- Friedman M., 1968, « The Role of Monetary Policy », *American Economic Review*, 58, pp. 1-17.
- Frydman R. et M. D. Goldberg, 2011, *Beyond Mechanical Markets*, Princeton : Princeton University Press. Traduction française [2013] : *Marchés : la fin des modèles standard*, Paris, Le Pommier.
- Grossman H. I., 1974, « Effective Demand Failures : a comment », *Swedish Journal of Economics*, 76, pp. 358-365.
- Hayek F., 1931, *Price and Production*, London, Routledge.
- Hayek F., 1933, *Monetary Theory and the Trade Cycle*, London, Routledge and Kegan Paul.
- Heller W. P., 1986, « Coordination Failures under Complete Markets with Application to Effective Demand » in W. Heller, R. Starr, et D. Starrett (eds.), *Equilibrium Analysis: Essays in Honor of K. J. Arrow*, II, Cambridge, Cambridge University Press.
- Heymann D., 2008, « Macroeconomics of Broken Promises », in R.E. Farmer (ed), *Macroeconomics in the Small and the Large*, Cheltenham : Edward Elgar.
- Heymann D. et A. Leijonhufvud, 1995, *High Inflation*, Oxford, Oxford University Press.

- Hicks J. R., 1937, « Mr Keynes and the Classics : a suggested interprétation », *Econometrica*, 5, pp. 147-159.
- Hicks J. R., 1947, « World Recovery after War: a Theoretical Analysis », *The Economic Journal*, 57, pp. 151-164.
- Hicks J. R., 1973, *Capital and Time*, Oxford, Clarendon Press.
- Hicks J. R., 1974, *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford, Basil Blackwell.
- Hicks J.R., 1977, « Monetary Experience and the Theory of Money », in *Economic Perspectives*, Oxford: Clarendon Press.
- Hicks J. R., 1990, « The Unification of Macroeconomics », *The Economic Journal*, 100, pp. 528-538.
- Howitt P., 1978, « The Limits to Stability of a Full Employment Equilibrium », *Scandinavian Journal of Economics*, 80, pp. 265-282 (reprinted in P. Howitt [1990]).
- Howitt P., 1990, *The Keynesian Recovery and Other Essays*, Hemel Hemstead, Philip Allan.
- Howitt P., 2006, « The Microfoundations of the Keynesian Multiplier Process », *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 1, pp. 33-44.
- Howitt P., 2008, « Macroeconomics with Intelligent Autonomous Agents » in R. E. Farmer (ed.), *Macroeconomics in the Small and the Large*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Keynes J. M., 1931, *A Treatise on Money*, London, Macmillan.
- Keynes J. M., 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, Macmillan.
- Keynes J. M., 1939, « Democracy and Efficiency », *New Statesman and Nation*, 17, 28 janvier.
- Koo R. C., 2003, *Balance Sheet Recession : Japan's Struggle with Unchartered Economics and its Global Implications*, Singapour, Wiley.
- Koo R. C., 2008, *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, New York, Wiley.
- Krugman P., 1998, « It's Baaack: Japan's Slump and the Return of Liquidity Trap », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 137-205.
- Krugman P., 2009, *The Return of Depression Economics*, New York, Norton & Cie.
- Kydland F. E. et E. C. Prescott, 1982, « Time to Build and Aggregate Fluctuations », *Econometrica*, 50 (6) : 1343-70.
- Laidler D., 2008, « Axel Leijonhufvud and the Quest of Microfoundations » in R. E. Farmer (ed.), *Macroeconomics in the Small and the Large*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Laidler D., 2009, « Lucas, Keynes, and the Crisis », Department of Economics Research, Report Series, University of Western Ontario.

- Laidler D., 2010, « The Monetary Economy and the Crisis », Department of Economics Research, Report Series, University of Western Ontario.
- Layard R., S. Nickell et R. Jackman, 1991, *Unemployment : Macroeconomic Performance and the Labour Market*, Oxford, Oxford University Press.
- Leijonhufvud A., 1973, « Effective Demand Failures », *Swedish Journal of Economics*, (reprinted in A. Leijonhufvud, 1981 a), pp. 27-48.
- Leijonhufvud A., 1977, « Cost and Consequences of Inflation » in G.C. Harcourt (ed.), *The Microeconomic Foundations of Macroeconomics*, London, Macmillan.
- Leijonhufvud A., 1981 a, *Information and Coordination*, Oxford, Oxford University Press.
- Leijonhufvud A., 1981 b, « The Wicksell Connection » in A. Leijonhufvud (1981 a).
- Leijonhufvud A., 1983, « What Was the Matter with IS-LM », in J.-P. Fitoussi (ed.), *Modern Macroeconomic Theory*, Oxford, Blackwell. Reprinted in Leijonhufvud A. (2000).
- Leijonhufvud A., 2000, *Macroeconomic Instability and Coordination*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Leijonhufvud A., 2006, « Episodes in a Century of Macroeconomics » in D. Colander (2006).
- Leijonhufvud A., 2009 a, « Curbing Instability: Policy and Regulation », *CEPR Policy Insights*, n° 36.
- Leijonhufvud A., 2009 b, « Macroeconomics and the Crisis : a Personal Appraisal », *CEPR Policy Insights*, n° 41.
- Leijonhufvud A., 2011, « Nature of an Economy », *CEPR Policy Insights*, n° 53.
- Lucas R. E., 1972, « Expectations and the Neutrality of Money », *Journal of Economic Theory*, 4 (2), pp. 103-124.
- Lucas R. E., 1975, « An Equilibrium Model of Business Cycle », *Journal of Political Economy*.
- Lucas R. E., 1977, « Understanding Business Cycle », in K. Brunner and A. H. Metzler (eds.), *Stabilization of the Domestic and International Economy*, Amsterdam and New York, North Holland.
- Lundberg E., 1937, *Studies in the Theory of Economic Expansion*, Reprints of Economic Classics, New York, Augustus Kelley.
- Malinvaud E., 1977, *The Theory of Unemployment Reconsidered*, Oxford, Blackwell.
- Patinkin D., 1965, *Money, Interest, and Prices*, New York, Harper and Row.
- Phelps E., 1967, « Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time », *Economica*, n° S 34, pp. 254-281.

- Phillips A. W., 1958, « The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom 1861-1951 », *Economica*, 25 (100), pp. 283-299.
- Pollin J.-P., 2003, « Une macroéconomie sans LM », *Revue d'Économie Politique*, n° 113 (3), pp. 273-293.
- Rajan R., 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton, Princeton University Press.
- Richardson G. B., 1960, *Information and Investment : a Study in the Working of a Competitive Economy*, Oxford, Clarendon Press. Reed.
- Rodrik D., 2011, *The Paradox of Globalization*, New-York, Norton & Cie.
- Romer D., 2000, « Keynesian Macroeconomics without the LM Curve », *Journal of Economic Perspectives*, 14 (2), pp. 149-169.
- Samuelson P. A. et R. M. Solow, 1960, « Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy », *American Economic Review*, 50 (2), pp. 177-194.
- Silvestre J., 1993, « The Market-Power Foundations of Macroeconomic Policy », *Journal of Economic Literature*, 31 (1), pp. 105-141.
- Solow R. M., 1956, « A Contribution to the Theory of Economic Growth », *Quarterly Journal of Economics*, 70, pp. 75-94.
- Solow R. M., 1998, *Monopolistic Competition and Macroeconomic Theory*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Solow R. M., 2000, « Toward a Macroeconomics of Medium Run », *Journal of Economic Perspectives*, 14, pp. 151-158.
- Stiglitz J. E., 1999, « Toward a General Theory of Wage and Price Rigidities and Economic Fluctuations », *American Economic Review*, 89, pp. 75-80.
- Tobin J., 1972, « Inflation and Unemployment », *American Economic Review*, 62, pp. 1-18.
- Tobin J., 1993, « Price Flexibility and Output Stability : An Old Keynesian View », *Journal of Economic Perspectives*, 7 (1), pp. 45-65.
- Tobin J., 1995, « The Natural Rate as a New Classical Macroeconomics », in R. Cross *The Natural Rate of Unemployment*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Woodford M., 2003, *Interest and Prices: Foundation of a Theory of Monetary Policy*, Princeton NJ, Princeton University Press.





# FINANCIAL MARKETS, BANKS, AND GROWTH: DISENTANGLING THE LINKS

**Alessandro Giovannini**

*Sciences Po - Paris*

**Maurizio Iacopetta<sup>1</sup>**

*Skema Business School and OFCE*

**Raoul Minetti**

*Michigan State University, Department of Economics*

---

The paper reviews the state of the economic literature on the link between financial development and growth. We first examine the issue of measurement of financial development and the debate on the direction of causality between finance and growth. Next, we extensively discuss the various channels through which the financial sector can affect growth, including the increase in the efficiency of capital allocation, the reduction in information costs, the improvement of risk management, and the support of innovation. The analysis is conducted referring both to the theoretical literature and to the most recent empirical findings. We conclude by drawing lessons for the current debate on the reform of the financial sector in the aftermath of the Great Recession.

Keywords: Financial Development, growth, banks, stock markets, crises.

---

**D**oes financial development affect economic growth? This is probably one of the most challenging and fascinating research questions that macroeconomists and financial economists have faced in the last fifty years or so. A formalization of the idea that finance affects economic growth dates back to Schumpeter's discussion on the sources of development (Schumpeter, 1961). Schumpeter argued that the services provided by financial

---

1. Corresponding author, e-mail: maurizio.iacopetta@skema.edu. We would like to thank the editor and an anonymous referee for their comments. All remaining errors are ours.

intermediaries are essential for technological innovation and economic development. Although several theoretical and empirical studies later supported this hypothesis, a consensus is far from being reached. While some scholars endorse the Schumpeterian idea, others contend that financial development simply follows economic growth or, at least, that the relationship between financial and economic development has been “over-stressed” (Lucas, 1988).

The last decade of the 20th century witnessed renewed interest for the topic. The emergence of the endogenous growth theories (Romer (1990), Grossman and Helpman (1991), and Aghion and Howitt (1992)) induced scholars to pose the question whether the development of the financial sector can be an engine of growth. On the empirical side, the increasing availability of large cross-country data sets on income and financial institutions paved the way for more rigorous tests on the finance-growth link (Tsuru, 2000).

The debate on the topic has become even more intense in the late 1990s and at the beginning of the new century. The financial turbulences that hit first South East Asia in the late 90s and more recently the United States have stimulated interest towards the impact of financial development on crises and macroeconomic volatility. The literature has then started to acknowledge the possibility that financial development fosters long-run economic growth at the cost of generating higher volatility in the short run, for example by amplifying the impact of small aggregate shocks.

Financial development is defined by the World Economic Forum (2012) as the policies, factors, and institutions that lead to efficient intermediation and effective financial markets. In a neoclassical Arrow-Debreu model, in which information is perfect, risk is fully and efficiently internalized in the price system, suppliers of funds deal directly with users of funds in the financial market, and, in turn, the financial market always adjusts to the equilibrium level of the interest rate that equalises supply and demand for funds.

Economies are however plagued by frictions. For instance, the problems of asymmetric information present in financial transactions lead to the well-known market failures of adverse selection

and moral hazard. The financial system can ameliorate such problems. More in general, Levine (2005) points out five broad functions that financial intermediaries and financial markets play and that could be relevant for economic growth: (i) production of *ex ante* information about investment opportunities; (ii) *ex post* monitoring of investments; (iii) trading, diversification, and management of risk; (iv) mobilization and pooling of savings, and (v) exchange of goods and services. By performing these functions, the financial sector can promote the formation of (physical and human) capital, increase the degree of efficiency in the allocation of capital, minimize the cost of information acquisition, improve the management of risk, and promote innovation.

This review of the literature on the link between financial development and growth is organised as follows. Section 1 lays the grounds for the analysis, by defining financial development and discussing how it can be measured. Section 2 addresses the debate on the direction of causality between financial development and growth. Section 3 examines the specific channels through which financial development can affect growth. Section 4 outlines directions for future research and concludes.

## 1. Defining and measuring financial development

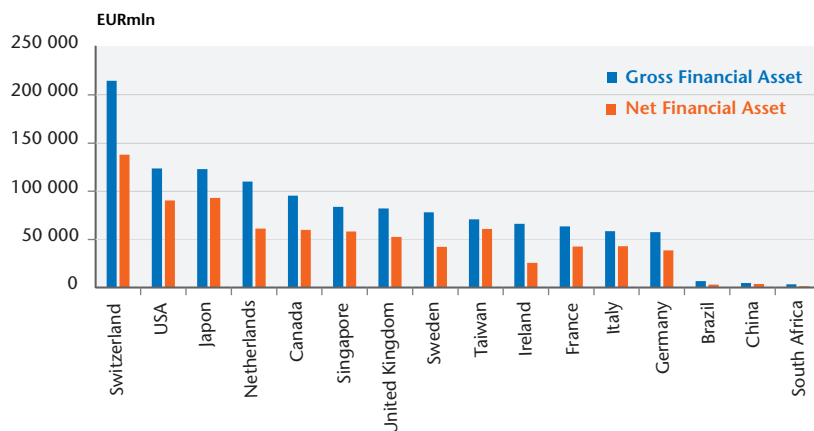
If the late 80s and early 90s saw the development of several theoretical studies aimed at analysing the link between financial development and economic growth, in the last two decades a large number of econometric studies have tried to empirically evaluate the impact of financial variables on growth. Performing these econometric analyses has required to advance in the construction of quantitative measures of financial development. The measurement of the performance and activities of financial institutions and markets relies on several indicators, such as the depth, size, accessibility, and soundness of the financial system. There is however little consensus on the choice of the most effective quantitative measures. Indeed, an issue that generates contradictory results in the empirical literature is the lack of a single indicator that captures adequately the various aspects of financial development.

## 1.1. Quantitative measures of financial development

King and Levine (1993) employ several measures to capture the size of financial intermediaries: the proportion of liquid liabilities to the GDP, the ratio of credit to private enterprises to the GDP, and the ratio of assets of commercial banks to the sum of commercial banks' assets and assets of central banks. Demetriades and Hussein (1996) simply consider the ratio of bank deposit liabilities to the GDP. Huang (2005) uses different indices depending on the object of measurement. To capture the depth of financial intermediation, he includes the amount of liquid liabilities, banks' overhead costs and net interest margins. To assess stock market development, instead, he puts forth three main variables: stock market capitalization, total value traded, and turnover ratio.

Saci and Holden (2008) measure the importance of the banking sector by considering, in addition to the previous indicators, the ratio of commercial bank assets to commercial plus central bank assets, the ratio of credit issued to the private sector to liquid liabilities, and the ratio of domestic credit to the private sector to the GDP. To capture stock market development they add the number of listed companies to the previous indicators. Finally, Antzoulatos and Thanopoulos (2008) construct a more structured index of financial development, computed as a weighted index of banks', financial institutions', stock market, and bond market development. The proxies for banking sector development include bank deposits over the GDP, banks' overhead costs, banks' concentration, banks' net interest margins. The proxies for the development of non-bank financial institutions include life and non-life insurance premia. The development of the stock market is evaluated through the ratios of stock market capitalization to the GDP, stock market total value traded to the GDP, and the turnover ratio of the stock market. Finally, the proxies for bond market development include the ratios of private bond market capitalization to the GDP and public bond market capitalization to the GDP. From the above review, it emerges that the most used measure of the overall size of the financial system is the value of some type of financial assets generally expressed as a ratio of the GDP (see Figure 1).

Figure 1. Financial Assets per capita



Source: Allianz, 2012.

Many financial systems of advanced economies feature not only a strong presence of banking institutions, but also of other institutional actors such as pension funds, insurance companies, hedge funds, and mutual funds. Therefore, despite the aggregate size of the financial sector certainly provides useful information, it should be integrated with specific information about the relative importance of sub-sectors. In the Handbook on Financial Sector Assessment, the International Monetary Fund (2005) stresses that a correct assessment of the development of the financial structure should cover all the different players engaging in financial intermediation: commercial and merchant banks, savings institutions, development finance institutions, insurance companies, mortgage entities, and pension funds. Moreover, in order to take into account the different activities they perform, money, foreign exchange, and capital markets (including bonds, equities, and derivative and structured finance products) should also be covered in the assessment (see Table 1).

## 1.2. Pitfalls of the quantitative measures

The measures described above might not accurately capture financial development. For instance, the growth of the credit-to-GDP ratio may reflect a financial bubble and not the financing of sound investment projects. The severity of the recent financial crisis has allegedly been due to the fact that in many countries

banks had expanded their balance sheets (i.e., increased their credit) without a corresponding increase in the level and quality of capitalization. While, on the one hand, the expansion of credit may enable rapid economic growth by allocating capital to growth prospects, on the other hand excessive leverage may amplify the volatility of returns inducing greater probability of default.

**Table 1. Assessing the development of the various financial sector actors**

SECTOR	INDICATORS	
<b>Banking</b>	Total number of banks Number of branches and outlets Number of branches/thousand population	Bank deposits/GDP (%) Bank assets/total financial assets (%) Bank assets/GDP (%)
<b>Insurance</b>	Number of insurance companies Gross premia/GDP (%)	Gross life premia/GDP (%) Gross non-life premia/GDP (%)
<b>Pensions</b>	Types of pension plans Percentage of labour force covered by pensions	Pension fund assets/GDP (%) Pension fund assets/total financial assets (%)
<b>Mortgage</b>	Mortgage assets/total financial assets	Mortgage debt stock/GDP
<b>Leasing</b>	Leased assets/total domestic investment	
<b>Money markets</b>	Types and value of money market instruments New issues and growth in outstanding value	Number and value of daily (weekly) transactions in the instruments
<b>Foreign exchange markets</b>	Volume and value of daily foreign exchange transactions	Adequacy of foreign exchange (reserves in months of imports, as ratio to short-term external debt or to broad money)
<b>Capital markets</b>	Market capitalization/GDP (%) Value traded/market capitalization (%) Size of derivative markets Number and value of new issues (bonds and equities)	Number of listed securities (bonds and equities) Share of households, corporations, banks, and NBFIs in the holdings of securities
<b>Collective investment funds</b>	Types and number of schemes (unique and mixed funds) Total assets and growth rates (nominal and as percentage of GDP)	Total number of investors and average balance per investor Share of households, corporations, banks, and NBFIs, in total mutual funds' assets

Source: IMF (2005).

A review of the literature on the relationship between excess of leverage, asset bubbles and economic growth is beyond the scope of this paper. Nevertheless it is worth citing two contributions that show that a mere expansion of the financial sector is not necessarily positive for economic development. Geanakoplos (2010) elaborates a theory in which the possibility of default creates the need for collateral. This in turn entails variations in leverage that affect the price of assets, contributing to bubbles and busts. According to his view, when leverage (defined as the ratio of colla-

teral values to the required downpayment) grows rapidly in boom times, asset prices tend to increase. In this leverage cycle, when the bubbles burst bad news cause the asset price to crash much further than it would if leverage was not excessive, and the crash takes place even if there is no subsequent crash in the fundamentals.

A second paper that shows that more intense financial activity (more precisely, higher liquidity in the financial market) could be harmful to economic growth is Brunnermeier and Pedersen (2009). They show that market liquidity (i.e., the ease with which trades occur) and traders' funding liquidity (i.e., the ease with which they can obtain funding) are mutually reinforcing, leading to liquidity spirals. While market liquidity (i.e. the volume and value of daily financial transactions) is often seen as positive per se, the authors show that, since it is correlated with volatility, loss spirals could arise if speculators hold a large initial position that is negatively correlated with customers' demand shock. In this scenario, if investors become unable to face funding market illiquidity, they are forced to engage in fire sales, causing a further asset price drop, and so forth. Therefore the apparent expansion of financial markets leads to a more fragile economic environment and to more severe effects of financial crises<sup>2</sup>.

In a different vein, Petersen and Rajan (1995) suggest that another mere quantitative index of financial development, the number of banks, is not necessarily a synonymous of a more efficient financial sector. When the credit market is concentrated, creditors are more likely to finance credit constrained firms, because it is easier for them to internalize the benefits of assisting firms. The ability of creditors to finance firms along the lifespan of their activity allows them to smooth interest rates over the life cycle of the firms, charging a lower-than-competitive rate when a firm is young and a higher-than-competitive rate when the firm ages. A larger number of credit market actors could impose constraints on the ability of firms and creditors to intertemporally share surplus, making firms worse off as they cannot obtain cheap funds when mostly needed, that is, in the initial phase of their life cycle.

---

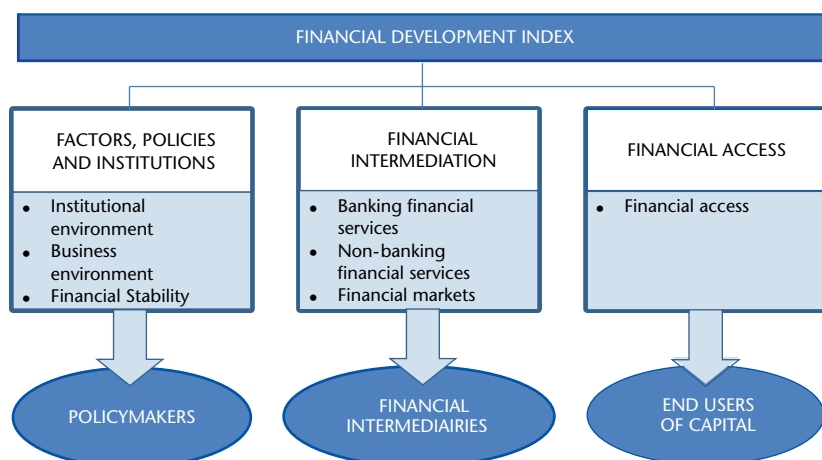
2. Banking sectors can also act as a mechanism of amplification of negative shocks (see, e.g., Guerrieri, Iacoviello and Minetti (2012)).



### 1.3. More comprehensive measures of financial development

A more comprehensive measure of the financial development of a country is perhaps represented by the Financial Development Index computed by the World Economic Forum since 2008. Despite not having been largely used in the economic literature, this index may convey a broad picture of the current global status of financial development. In defining this index, seven factors (along with their mutual interactions) are expected to influence the provision of financial services (see Figure 2).

Figure 2. Composition of the Financial Development Index



Source: World Economic Forum, 2012.

The first three pillars capture the ability of the policy maker to lay the foundations for the development of financial activities: i) the institutional environment; ii) the business environment; and iii) the degree of financial stability. The second group of factors, instead, assess the effective development of the various players of the financial sector: i) banking financial services; ii) non-banking financial services (e.g., investment banks and insurance firms); and iii) financial markets. The third category comprises measures of access to capital and financial services.

Table 2 reports the 30 top-ranked countries according to the 2012 Financial Development Index. Comparing the ranking with that of previous years (not reported), it appears that there has been

little change within the list, showing how advancing on the path of financial development is a long-run effort. A similar stickiness, albeit slightly lower, appears also in the analysis of the ranking of the single pillars. Institutional environment, business environment, and non-banking financial services exhibit lower rank movement; by contrast, the degree of financial stability, banking financial services, financial markets, and financial access pillars show greater movement in the ranking (World Economic Forum, 2012). The analysis of the single pillars is not that important for the movements per se, but because it reveals the main drivers of financial development.

**Table 2. The Financial Development Index 2012 rankings**

1	Hong Kong	11	Germany	21	Kuwait
2	United States	12	Denmark	22	Austria
3	United Kingdom	13	Norway	23	China
4	Singapore	14	France	24	Israel
5	Australia	15	South Korea	25	Bahrain
6	Canada	16	Belgium	26	United Arab Emirates
7	Japan	17	Finland	27	Portugal
8	Switzerland	18	Malaysia	28	South Africa
9	Netherlands	19	Spain	29	Chile
10	Sweden	20	Ireland	30	Italy

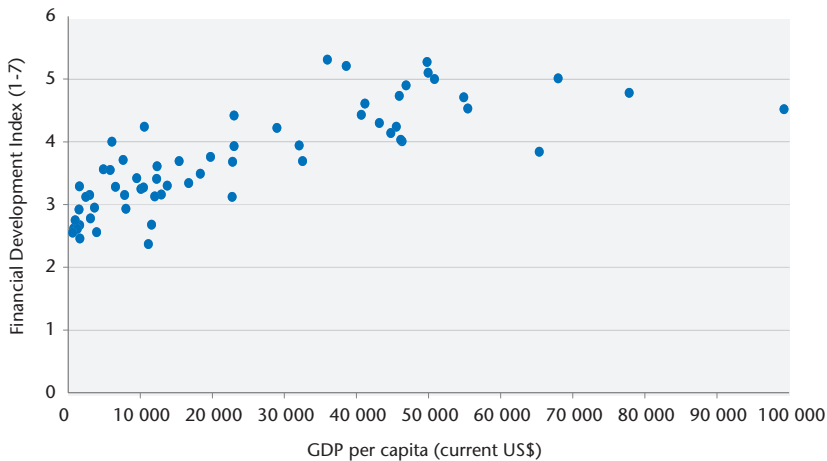
Source: World Economic Forum, 2012.

## 2. Financial development and growth: the direction of causality

Having defined financial development, the next step of our analysis consists of examining its link with economic growth, meant as GDP growth or the per capita GDP. Figure 3 plots the Financial Development Index and GDP per capita for 63 countries. The figure displays a positive relationship between the index of financial development and the per capita GDP, thus supporting the view that financial sector development goes along with economic development. King and Levine (1993) show that the positive correlation between the two variables is robust to using various measures of financial development. However, such a correlation does not offer insights into the direction of causality.

Is financial development that stimulates economic growth, or does financial development respond to the demand for financial services of a growing real sector?

Figure 3. Financial Development Index and per capita GDP in 2012



Source: Authors' calculation on World Economic Forum and World Bank data, 2012.

## 2.1. The macroeconomic approach

Analysing the possible direction of causality, Patrick (1966) puts forward a supply-leading hypothesis and a demand-leading hypothesis. According to the first, a more developed financial infrastructure promotes growth because it supplies new and more efficient financial services. This idea was first proposed by Schumpeter (1961) and then refined theoretically and supported empirically by McKinnon (1973), King and Levine (1993), Neusser and Krugler (1998), and Levine and Zervos (1998). Applying a GGM technique to a panel of 71 countries for the period 1960-1995, Levine *et al.* (2000) find a link that goes from a higher level of banking sector development to GDP growth and total factor productivity growth. Xu (2000) finds support for the idea that financial development promotes growth: through a VAR approach, he unveils a positive long-term relationship between the development of the financial sector and increases in investment and GDP at least in 27 of the 41 economies examined over the period 1960-1993.

More recently, Christopoulos and Tsionas (2004) combine cross-sectional and time series data and find a one-directional (from finance to growth) positive relationship for 10 developing countries. Using a modified OLS technique to estimate the cointegrating relation, they demonstrate that there is no short-run causality between financial deepening and output, while there is a structural positive effect in the long run. According to the demand-leading hypothesis, instead, the increasing demand for financial services that stems from a growing real sector induces the financial sector to expand. Based on this hypothesis, therefore, the lack of a developed financial sector in less developed countries is not a constraint to their economic growth, but merely a manifestation of the lack of demand for financial services by the real sector. Robinson (1979) initially supported this hypothesis, lately followed by the works of Gurley and Shaw (1960), Goldsmith (1969) and Jung (1986). Greenwood and Jovanovic (1990) develop a model where financial intermediation promotes growth by increasing the returns to capital and, at the same time, a more developed economy allows the financial sector to offer more costly financial services. Their model would thus suggest that the chicken-egg dilemma cannot be solved, as growth and financial structure are intrinsically linked and mutually reinforce each other. Goldsmith (1969) concludes that “there is no possibility of establishing with confidence the direction of the causal mechanism”.

Nevertheless, many macroeconometric techniques have been used to disentangle the direction of causality. Calderòn and Liu (2003) apply the so-called Geweke decomposition test: they decompose the link between financial development and growth, considering the two possible causality directions (growth to finance and finance to growth) and the instantaneous causality between the two. They find that in 109 developing and industrialized countries in the 1960-1994 period financial development leads to economic growth, thus supporting the supply-leading hypothesis. However, splitting the sample between developed and developing countries, they also find bi-directional causality, concluding that especially in developed economies real sector growth could significantly influence the development of the financial sector.

Patrick (1966) suggests that the direction of causality is indeed different in developed and in developing countries (stage-of-development hypothesis)<sup>3</sup>. During the initial stage of economic development, the financial sector would stimulate economic growth, mainly by favouring capital formation and higher savings (supply-leading hypothesis). As economic development proceeds, however, the financial sector would have to feed the innovation of the real sector, through the development of new financial services (demand-leading hypothesis).

In an attempt to verify this conjecture, Hassan *et al.* (2011) use a panel regression with cross-sectional and time series-proxy measures, and find a positive relationship between domestic credit development and economic growth in low- and middle-income countries, and a negative one in high-income economies. This stage-of-development hypothesis has also been corroborated by the empirical works of Demetriades and Hussein (1996) and Shan *et al.* (2001) who, using time-series techniques, find that the direction of causality can run either way, according to the stage of development. This conclusion, however, has recently been questioned by Rioja and Valev (2004) who examine a broad sample of 74 countries over the period 1960-1995 and uncover evidence that financial development exerts a strong positive effect on economic growth only once it has reached a certain threshold; the effect then fades away once economic development reaches very high levels. Using GMM dynamic panel techniques, they find that a 10% increase in financial development would lead to a 0.2 percent higher growth rate in high-income countries, without any statistically significant effect in low-income ones.

Most of these empirical results appear sensitive to the sampling method (period, classification of countries) and to the econometric technique. Just to give examples of this sensitivity, using Granger causality tests, Hassan *et al.* (2011) find that, in the short run, there is a two-way causality between finance and growth in all regions, except for the Sub-Saharan and East Asia & Pacific regions, where causality runs from growth to finance. Despite the fact that these two regions are the most underdeveloped in their sample (thus supporting the idea of a non-linear relationship between economic

---

3. This hypothesis was later supported by the empirical analysis of Jung (1986).

growth and financial development), the result contrasts with the negative relationship found by De Gregorio and Guidotti (1995) for Latin America (where instead Hassan *et al.* find a positive statistically significant coefficient).

## 2.2. The microeconomic approach

Macroeconometric studies encounter various problems including omitted variables, selection bias and multi-collinearity. For instance, Driffill (2003) shows that the inclusion of relevant outliers and of regional dummies (especially those for the Asian Tigers) makes the coefficients on financial development estimated by Levine and Zervos (1998) almost insignificant. Due to such problems, more micro approaches have been developed looking for industry/ firm level evidence of the direction of causality between financial variables and growth.

One of the first microeconomic approaches is the one used by Demirguc-Kunt and Maksimovic (1995), who estimate the proportion of firms' growth that could have been supported only by internal resources and the portion that could be related to external finance, notably financial markets. By using financial firm-level data for a sample of thirty countries from 1980 to 1991, they investigate how several measures of stock market development (the ratio of market capitalization to GDP, the ratio of total value traded to GDP, and the ratio of total value of shares traded to market capitalization) interact with firms' performance and financing decisions. Their findings support the finance-to-growth hypothesis, but they also underscore that the development of the stock market initially benefits only the largest firms.

The cornerstone of this micro-based empirical literature is probably the work of Rajan and Zingales (1998). The authors stress that financial development and growth could be driven by common omitted variables, such as the propensity of households to save. To overcome this issue, they look at U.S. sector specific data: using financial statement data, they construct a proxy for each industry's need for external finance, defined as the difference between investments and cash flow generated from operations. Under the assumption that capital markets in the United States are relatively frictionless (i.e., U.S. listed firms' access to financial markets is not subject to frictions) they construct the technological

demand for external financing of each industrial sector. Next, they use cross-country industry data (41 countries and 36 sectors) to test whether sectors that rely more on external finance tend to grow faster, given the level of financial development of the country. A key assumption behind this estimation methodology is that technology (and, hence, the demand for funding) could vary across industries but not across countries. By this procedure, they demonstrate that the causality goes from finance to economic growth, as the *ex ante* development of financial markets facilitates the *ex post* growth of sectors dependent on external finance. Based on the assumption that investments in new establishments are more likely to be carried out by new firms (which depend more on external finance than established ones), the authors show that financial development has almost twice the effect on the growth of the number of establishments as it has on the growth of the average size of establishments. These results carry through after controlling for country and industry fixed effects.

Guiso *et al.* (2005) use a similar approach to quantify the effect of financial development in the European Union, obtaining supportive evidence for the finance-to-growth hypothesis. Using a panel of firm-level data for companies in EU and transition countries for the period 1996-2001, they broaden the Rajan and Zingales' approach using also firm-level data in order to check the robustness of the results. Although the magnitude of the estimated effect reflects different country and sector specificities, they find that financial development has a direct positive effect on countries' and sectors' growth. The extension to firm-level data allows to obtain additional insights into the structure of the link between financial development and real variables. Their estimates highlight, for instance, that the growth of small enterprises is more sensitive to financial development than that of large firms. Finally, a similar approach is followed also by the work of de Serres *et al.* (2006) in which the authors interact industry-specific measures of external financial dependence with a country-specific indicator of financial development. Following Rajan and Zingales' approach, they find that more developed financial systems increased firms' value-added growth and labour productivity growth in OECD economies in the nineties.

A different branch of microeconomic literature focuses on disentangling the finance-to-growth nexus not by looking at firms' reliance on external funds, but on the ability of firms to better capture growth opportunities thanks to the access to extra funding for investments. Put differently, this branch of literature underlines that the finance-to-growth channel is based on faster capital reallocation to industries with good growth opportunities. This is the case, for instance, of Fisman and Love (2004) who show that financially developed countries are characterized by faster value added growth in the sectors which grow faster in the United States. This would imply that there is a natural reallocation of resources towards industries with better global growth opportunities (as captured by the industry median of real sales growth between 1980 and 1990 in the United States). What emerges from this analysis, therefore, is that financial development may better align industry growth opportunities with actual growth. A further example of this branch of literature is represented by the work of Ciccone and Papaioannou (2006) who show that finance increases the growth of countries by reallocating capital more quickly to industries where investment opportunities arise. Using industry-level data from 28 manufacturing industries in 67 countries in the 1980s, they show that industries with better global investment opportunities grow faster in countries with greater financial development. The financial markets of these countries are indeed able to attract and manage the capital necessary to satisfy the high demand of the sectors that experience faster technical progress<sup>4</sup>.

A final way of modelling the finance-growth link at the micro level is investigating how financial development impacts on firm entry and survival. Considering the first aspect (firm entry), Berger, Hasan and Klapper (2004) use a large data set which includes financial data on over 3 million firms in 20 countries located in Western and Eastern Europe, and find a strong differential effect of financial development on entry in external-finance-dependent

---

4. Bekaert *et al.* (2007) seem to partially contradict the previous two papers. Using a different measure of growth opportunities (constructed by combining the country's pattern of industrial specialization with indicators of global industry growth opportunities) and an industry-level dataset containing 50 countries, they show that financial market openness (e.g., the liberalization of equity markets) is a more important determinant of the ability to exploit growth opportunities than financial development.



sectors. Using private credit to GDP or stock market development as measures of financial development, their analysis suggests that entry is higher in more financially intensive industries (i.e. those that do more R&D) in countries that feature higher financial development. These findings are also supported by those of Beck *et al.* (2008) who, employing a cross-country cross-industry approach, show that financial development exerts a disproportionately positive effect on small firms. To reach this conclusion, the authors first construct an industry-level size variable that measures the industrial reliance on small firms; next, they explore the effect of financial development on entry rates.

Turning to firms' survival rate, a recent work of Aghion, Fally and Scarpetta (2007) use firm-level data for 16 industrialized and emerging economies to analyse whether financial development promotes post-entry growth, even after controlling for the initial size at entry. Their results corroborate this hypothesis, especially for those sectors with higher dependence on external finance and with lower average size at entry. Similarly, using panel data on French manufacturing firms over the 1996-2004 period, Musso and Schiavo (2008) find that (i) an easier access to external funds lowers the probability that firms exit the market; (ii) access to external financial resources has a positive effect on firms' survival rate; and (iii) financial constraints are related with productivity growth in the short run.

### **2.3. Instrumental variables for financial development**

A different strand of literature has focused on identifying possible instrumental variables for financial development. Legal and accounting standards have been used to construct such instruments. The cornerstone of this literature is represented by the work of La Porta *et al.* (1997), who examine legal rules covering protection of corporate shareholders and creditors, the origin of these rules, and the quality of their enforcement in 49 countries. Their analyses suggest that the legal and regulatory system play a critical role in influencing the ability of the financial system to provide high-quality financial services. They classify countries according to their legal origins, identifying four main legal systems: English, French, German, and Scandinavian. These origins of the legal system are particularly relevant: they strongly influence the legal

and regulatory environment governing financial sector transactions, therefore explaining cross-country differences in financial intermediary development.

Since legal origin is treated as an exogenous variable, it can be used as an instrumental variable in finance-growth regressions. This is the approach followed by Levine, Loayza and Beck (2000) who use this instrumental variable to extract the exogenous component of financial intermediary development. Their findings show that, using legal origin dummy variables as instrumental variables, legal and regulatory changes that strengthen creditor rights, contract enforcement, and accounting practices boost financial intermediary development with positive repercussions on economic growth.

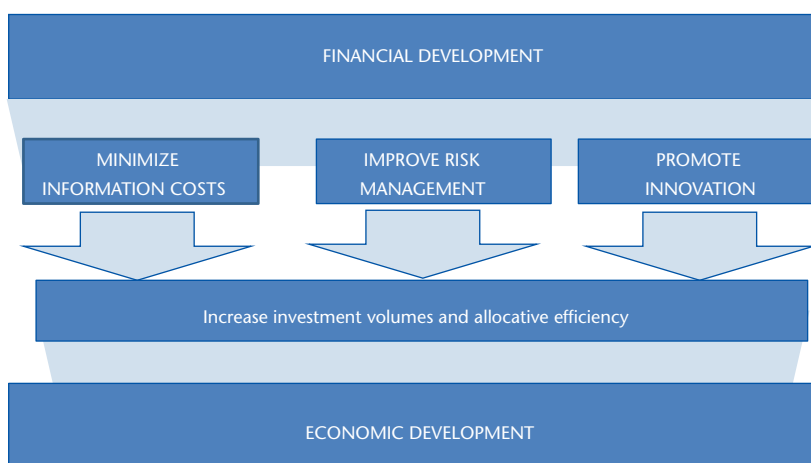
Similarly, Levine (1999) examines the relationship between the legal system and banking development, and demonstrates that using the legal environment to measure the exogenous component of banking development, this indicator is robustly associated with per capita growth, physical capital accumulation, and productivity growth. Demirgüç-Kunt and Maksimovic (1998) also investigate how differences in legal and financial systems affect firms' use of external financing to fund growth. Using a sample of 30 developing and developed countries, they show that the proportion of firms that grow at rates exceeding this predicted rate in each country is associated with specific features of a country's legal and financial systems. Their findings not only reveal that well-developed legal systems result in better firms' growth performance, but also that financial development may indirectly increase dependence on external financing by reducing firms' profits.

### **3. Channels of interaction between financial development and growth**

Figure 4 summarizes the various theoretical arguments for why there could be a positive link between financial development and economic growth. The financial system can promote growth by boosting the volume of savings and investments or by improving the efficiency in the allocation of savings across investment plans. The financial sector can achieve such effects by: i) reducing the costs of information; ii) improving the management of risk;

and iii) fostering innovation. This section provides a detailed review of both theoretical and empirical findings, disentangling the key mechanisms through which financial development can affect growth.

**Figure 4. Financial development and its effects on economic growth**



Sources: Authors' elaboration.

### 3.1. Investment volumes or allocative efficiency?

The financial system can boost the volume of savings (that in a closed economy equal investments) or improve the allocation of pooled savings across investment projects.

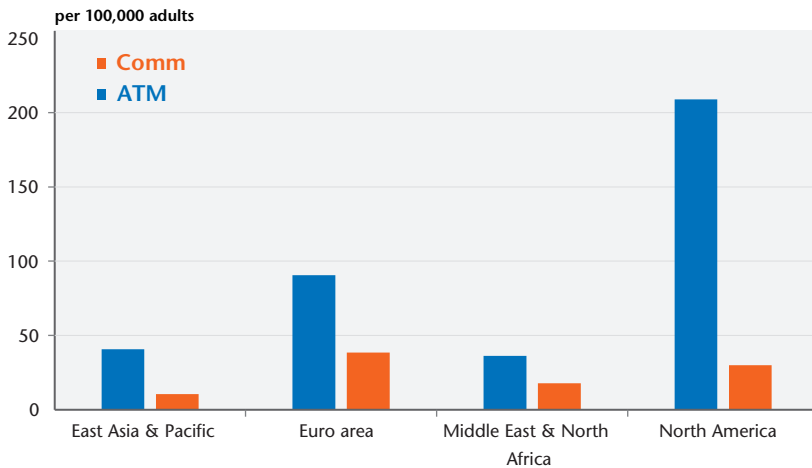
#### 3.1.1. Easing the pooling of savings

The financial system pools together the savings generated in the household sector. In the banking sector, this task is primarily performed by banks' local branches, that, being close to savers, are able to create stable relationships with savers based on trust and on the repeated provision of financial services. Figure 5 shows the number of commercial bank branches and automated teller machines (per 100,000 adults) in developed and developing economies.

An increase in savings leads to output growth by allowing an increase in investment. To put in McKinnon's words (1973): there is a widespread agreement that flows of savings and investment should be voluntary and significantly decentralized in an open

capital market in order to reach faster economic growth. This view is also supported by Gurley and Shaw (1960), who demonstrate that the financial sector promotes savings and finally results into an increase in output growth. The process of transforming savings into investments can involve several difficulties, such as transaction and information costs for pooling households' savings (Levine, 2005). If the financial system helps mitigate these frictions, the pooling of resources becomes easier<sup>5</sup>.

Figure 5. Commercial bank branches and Automated teller machines (ATMs)



Sources: World Bank, 2012.

A closer look at the overall effect of financial sector development on the volume of savings reveals an ambiguous relationship. Hassan, Sanchez and Yu (2011) show empirically that a more developed domestic financial sector in developing countries may significantly contribute to an increase in savings. However, using a sample of OECD countries and developing economies in the 1970s and 1980s, Jappelli and Pagano (1994) demonstrate that borrowing constraints can positively affect savings. Their study, supported also by the empirical findings of De Gregorio (1996), relies on the idea that in the absence of developed financial markets and institutions, while individuals are unable to borrow, they are

5. Sirri and Tufano (1995) explain that without a pooling of wealth to fund enterprises, firm size would be constrained by the wealth under the control of a single household.

induced to increase their precautionary savings in order to face unexpected consumption needs in the future. Therefore, to the extent that financial development reduces borrowing constraints, saving ratios could be lowered<sup>6</sup>.

### **3.1.2. Easing the allocation of savings to productive investments**

Besides affecting the volume of savings, the financial system eases the allocation of pooled savings to profitable investment projects. Smith (1937) stresses that financial arrangements lower transaction costs through an efficient management of resources, resulting in greater specialization and in faster technological improvement. Greenwood and Jovanovic (1990) develop a model in which both economic development and financial development are endogenous. They argue that better financial institutions lower the cost of transferring savings to investment projects, increase yields, and speed up the growth process. Greenwood and Smith (1997) examine the role of banks and stock markets and conclude that these help entrepreneurs identify investment opportunities. Bencivenga, Smith and Starr (1996) show that, as the liquidity of financial assets increases in a country, resources are better allocated from an intertemporal point of view: the transformation of short-term savings into long-term investments permits the financing of projects with longer time cycles, which are more likely to generate sustained growth. This view is shared by Levine (1991), who shows that financial development raises the ratio of savings devoted to long-run investments and reduces the likelihood of premature liquidation of profitable investment projects.

In Khan (2001), the reduction in the cost of financial contracts implies a rise in the return on debt, a decline in the spread between borrowing and lending rates, and ultimately a reduction in the premium commanded by producers with access to investment loans. This virtuous cycle leads to an increase in the efficiency of financial intermediaries, raising the return on investments. A similar argument is put forward by Trew (2008), who develops a growth model where the microeconomic frictions stem from the

---

6. Nevertheless, both De Gregorio (1996) and Bencivenga and Smith (1993) stress that, in the presence of credit constraints, agents will be unable to borrow in case of income drops. This will induce them to hold their savings on the form of highly liquid and low productive assets, which, in turn, could have negative effects on growth.

difficulty of entrepreneurs to access credit. He demonstrates that, while the efficiency-growth link always exists, the financial depth-growth link may not. Matching growth rates with loan deposit spreads and with measures of bank profitability, he shows that the numerical implications of his model are broadly in line with data only for the efficiency-growth channel.

### **3.1.3. Empirical findings**

De Gregorio and Guidotti (1995) find empirically that the efficiency effect is the main channel through which financial development promotes growth: according to their estimates, a 10% increase in credit speeds up growth by 0.18% via efficiency gains and 0.07% via higher investment levels. This result is also consistent with the empirical findings of King and Levine (1993). Their study estimates that if the financial sector expands by 10%, income increases more rapidly by 0.34 percentage points. Their analysis also concludes that more than 70% of this effect is attributable to higher efficiency induced by a more developed financial sector.

Rajan and Zingales (1998) study a large sample of countries over the 1980s and observe that industrial sectors that are relatively more in need of external finance develop disproportionately faster in countries with more developed financial markets. They argue that access to credit gives firms more opportunities to search for profitable investment projects. This result is consistent with an earlier study of Demircug-Kunt and Maksimovic (1995) who, using micro-data at the firm level, estimate that the growth rates of firms with access to the credit market would not be sustained only by internal resources. Moreover, analysing panel data for 65 countries, 28 industries, and 33 years, Wurgler (2000) demonstrates that better financial markets are associated with a better allocation of capital: relative to countries with small financial markets, financially developed countries boost investments in growing industries and cut them in declining ones. Therefore, the key advantage of financially developed countries is not the higher investment rate, but the better allocation of resources to profitable investment projects<sup>7</sup>. This point is reminiscent of Bagehot's (1873) argument that one of

---

7. Recently, increasing attention has also been devoted to the dynamic process through which credit is reallocated across firms (see, e.g., Herrera, Kolar and Minetti (2011)).

the reasons for England's good economic performance was an efficient capital allocation.

### 3.2. Minimizing the cost of information

The financial system can foster growth because it produces information on borrowers, helping overcome information asymmetries between lenders and borrowers.

#### 3.2.1. *Ex ante production of information*

To explore this argument, Boyd and Smith (1992) develop a model of adverse selection in which verification of output is costly. They show that financial intermediaries emerge because they have a comparative advantage in information acquisition. By reducing credit rationing and interest rate differentials, financial intermediaries ultimately create the conditions for economic growth. This model captures the fact that there are relevant costs for evaluating projects that could induce suboptimal levels of investment. For instance, it is usually difficult for households to collect information on investment opportunities, and the quality of the information they obtain may not be good enough to finance projects. As a result, projects that are potentially highly profitable could be left idle.

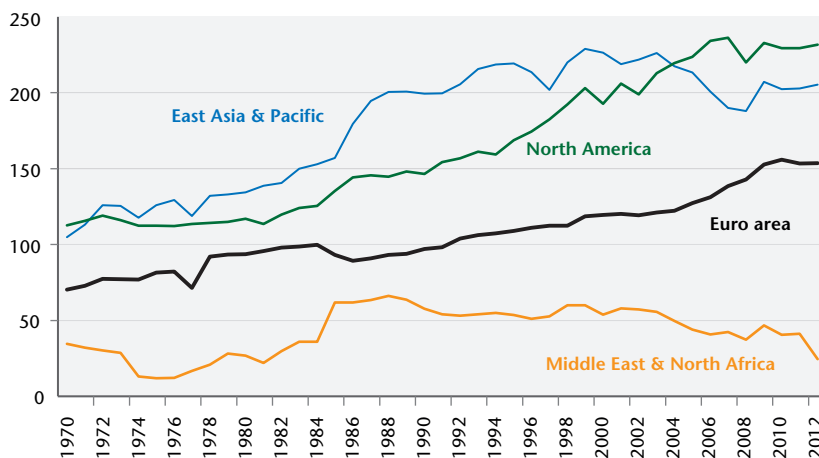
The function of financial intermediaries as information producers is also well described in Boyd, Prescott and Smith (1988). Boyd *et al.* argue that asymmetric information in investment contracts results into an adverse selection problem. In a situation in which information is poor, bad-type agents mimic good-type ones, by promising to engage in projects of similar quality and profitability. In this equilibrium, the number of good projects financed is lower than the optimum, and some bad-type projects are evaluated as good. The authors show that an alternative solution is the formation of financial intermediaries, that is, coalitions of agents that evaluate projects and invest only in those estimated to be of high value<sup>8</sup>. Boyd *et al.* show that if the coalition ends up funding some bad-type investments, because of lack of good-types projects, there will be no waste of resources in their evaluation. Thus, the *ex ante*

---

8. See also Araujo and Minetti (2007 and 2011) for models where financial intermediaries help produce information.

information produced by the intermediary coalition alleviates adverse selection problems.

Figure 6. Domestic credit provided by the banking sector (% of GDP)



Sources: World Bank, 2012.

While Boyd *et al.* have in mind financial intermediaries as banks that produce information and sell debt contracts to firms, other authors show that the same reasoning could be applied to other types of financial intermediaries that sell the information they produce. In Bhattacharya and Pfleiderer (1985), the financial intermediary is run by a portfolio manager who has greater ability than savers to obtain and understand signals about risky assets. The manager, however, does not invest on behalf of the saver, but his role is only to transmit (by selling) the information to his principal. A more articulated version of the same idea is put forward by Allen (1990), who characterizes the conditions under which information is merely sold to savers and the conditions under which the buyers of information act as intermediaries and resell information.

In Greenwood and Jovanovic (1990) financial intermediaries arise endogenously to facilitate trades. Intermediaries increase the expected rate of return on investments through a research-type process during which they produce information on the most profitable uses of funds. As in Townsend (1978), the authors assume that organizational structures are costly, thus the institutional setting of financial intermediaries is designed to minimize the



costs of collecting and processing information. By allowing the migration of funds to investments with high return, the development of the financial infrastructure promotes economic growth<sup>9</sup>.

### 3.2.2. *Ex post production of information*

The activities just described are linked to the role of financial intermediaries as information producers at a pre-contractual (*ex ante*) stage. However, another crucial role of financial intermediaries is the monitoring of investment projects that they carry out at the post-contractual stage. In Diamond (1984), since monitoring is costly, it is efficient to delegate it to a specialized agent, namely a bank. According to the author, borrowers have to be monitored so as to prevent moral hazard *ex post*. In fact, since lenders do not have sufficient information on the output of investment projects, lending contracts cannot be contingent on output. However, if a lender gathers information on production, the information asymmetry can be overcome. In a similar way, Blackburn and Hung (1998) focus on moral hazard in lending contracts: firms have the incentive to claim that their projects have failed in order to avoid repaying their loans to lenders. The authors show that a solution to this problem is represented by incentive-compatible loan contracts, which are enforced through a process of costly monitoring. However, as this process entails fixed costs, the development of an advanced financial sector reduces the unit cost of the monitoring process, thus increasing the rate of growth of the economy.

It thus emerges that financial intermediaries have a critical role in producing *ex ante* and *ex post* information. However, despite representing a (partial) solution to information asymmetry problems, this function does not necessarily achieve the most efficient outcome. In fact, there could be an inefficient duplication of information production costs if multiple agents end up producing the same information<sup>10</sup>. The most efficient solution would be that

---

9. Similarly, Bencivenga and Smith (1993) develop a model in which all investment projects are financed through credit and examine the consequences of informational frictions on economic growth. Due to adverse selection in credit markets, in turn resulting from the difficulty of distinguishing between high- and low-quality investments, lenders engage in credit rationing, depressing growth.

10. A mechanism through which financial institutions such as banks can share information and avoid duplication of information production are credit registers and bureaus (see, e.g., Doblaz-Madrid and Minetti (2013), for empirical evidence).

a small number of agents produce enough information and then sell it to uninformed agents. Clearly, this solution can lead to a further problem of reliability of the information produced (who monitors the monitor?). Hirshleifer (1971) stresses that it may be impossible for an information producer to credibly ensure that he has produced valuable information. Leland and Pyle (1977) show that financial intermediaries can overcome this reliability problem by investing their wealth in the assets about which they produce information. The authors develop a model to analyse conflicts of interest between managers and creditors, based on the assumption that entrepreneurs know the true characteristics and the performance of the investment project for which they require financing, while lenders do not have access to such information. Due to this conflict, the cost of monitoring activities by creditors would be very high and the interest rate applied on loans would be higher than the optimal. The authors show that financial markets can overcome this problem by inducing entrepreneurs of good quality to retain a large fraction of own capital in companies to signal their quality (see also Campbell and Kracaw (1980) for a similar result).

Khan (2001) develops a dynamic general equilibrium model to study whether financial development reduces the costs of information asymmetries and thus results in higher economic growth. The starting assumption is that it is costly for lenders to verify production and to discern risky projects. In this situation financial intermediaries arise that reduce the costly verification of production when borrowers are unable to repay loans. The financial sector not only lets the most advanced producers benefit from higher returns due to lower information costs, but also it creates incentives for other producers to undertake the technological changes needed to access investment loans, which in turn reduces financing costs and promotes growth.

### **3.2.3. The importance of relationship lending**

Relationship lending deserves special attention when investigating the role of financial intermediaries as information producers. A more developed financial intermediary sector can produce better information through long and tight lending relationship. Boot (2000) stresses two core elements upon which relationship lending is based: i) the engagement of lenders in multiple types

of interactions with borrowers; and ii) the repetition over time of such interactions, which reduces the cost of obtaining proprietary information on borrowers.

Bhattacharya and Thakor (1993) show that, through customer relations, banks are able to acquire private information on firms to overcome situations of asymmetric distribution of information that prevents firms' access to financial markets. In addition, Boot and Thakor (2000) show that the establishment of these types of relations involves lasting benefits for businesses in terms of a greater amount of credit offered and/or better access to credit, as reflected in the interest rate charged and the guarantees required.

In this perspective, the key variable appears to be the length of credit relationships. Boot and Thakor (1994), for instance, show that the possibility of carrying out repeated transactions is an efficient method to amortize the costs of screening activities. These gains, however, could potentially hide some negative effects, as demonstrated by Sharpe (1990). In fact, the previous models are based upon the exclusivity of the bank-customer relationship: this exposes the debtor to the risk of being informationally captured by the lender, which can exploit an informational monopoly power and impose higher interest rates *ex post*. This detrimental effect is also present in Boot and Thakor (2000) who illustrate how the lock-in effect can distort both banks' and firms' incentives, resulting in sub-optimal allocation of capital and/or worse growth decisions of entrepreneurs.

Empirical studies confirm the arguments of the models just discussed, although with some surprising twists. Berlin and Mester (1999) use a data set of 600.000 small business loans over 12 years and do not find strong evidence in support of a particular role of relationship lending. Their finding contrasts, however, with those of other empirical studies. Petersen and Rajan (1995) show that credit-constrained firms (in their analysis, small enterprises) are more likely to be financed when creditors can better internalize the benefits of assisting firms, i.e., when lending relationships are stable (thanks also to a more concentrated credit market). Elsas and Krahenen (1998) show that relationship lenders are able to provide liquidity insurance to troubled firms in situations of unexpected deterioration of borrower ratings. Moreover, D'Auria, Foglia and

Reedtz (1999) find evidence of lower borrowing costs for Italian firms that have well established bank relationships.

Does relationship lending stimulate growth? Weinstein and Yafeh (1998) and Miarka (2000) analyze a large sample of small and large Japanese enterprises in the periods 1977-1986 and 1985-1998 and find that, although close ties to a bank improve firms' access to capital, this relationship is not necessarily accompanied by higher growth rates. Gambini and Zazzaro (2013) find that the growth rate of Italian small enterprises is negatively affected by the maintenance of long-lasting ties with a bank, while the growth performance of other firms increases with the length of the relationship.

### **3.3. Improving the management of risk**

According to the literature, market-based financial systems are especially good at ameliorating the management of risk in financial relations. Levine (2005) argues that, while bank-based systems can provide low-cost services to deal with standard risk management, market-based systems can increase the flexibility of these services, offering more products and tools for managing capital. This function is essential, as improvements in the management of risk can positively affect the rate of growth of the economy. Levine (2005) identifies three types of risk that could be better managed by a developed financial sector: cross-sectional risk, liquidity risk, and intertemporal risk.

#### **3.3.1. Cross-sectional risk**

A more developed financial system is able to efficiently combine and manage both high- and low-risk projects. This permits to achieve risk diversification, which is crucial for channeling savings to investments with high return and high risk. Acemoglu and Zilibotti (1997) develop a model in which minimum investment requirements imply that agents cannot always insure themselves against the risk involved in investing in high-return projects. They show that, by letting agents hold a diversified portfolio of investments, the financial sector is the only institution able to reallocate funds from agents who prefer safe returns (namely, current account holders) to risky projects with high returns and high level of initial capital. Clearly, without such

a diversification, high-return/high-risk projects would not be financed, with a consequent negative effect on economic growth.

This ability of financial institutions to induce a portfolio shift towards projects with higher expected returns was also stressed by Gurley and Shaw (1955) who argued that the primary function of the financial sector in promoting growth is the transformation of funds from large groups of different agents into diversified debt for investors. Obstfeld (1994) develops an endogenous growth model in which greater diversification reduces savings if relative risk aversion exceeds one (with negative effects on the level of investment), but this effect is outweighed by a portfolio shift towards risky assets, so that overall economic growth increases. A counterargument, however, comes from Devereux and Smith (1994) who show that the welfare of a country may be lower with a developed financial system that allows risk sharing opportunities. The authors find that growth rates are lower in an equilibrium with full diversification, as this reduces the equilibrium saving rate, depressing growth. Therefore, the welfare gains from risk sharing have to be compared with the losses from a reduced growth rate: the authors assess that, for reasonable parameter values, the losses can dominate and welfare can be lower.

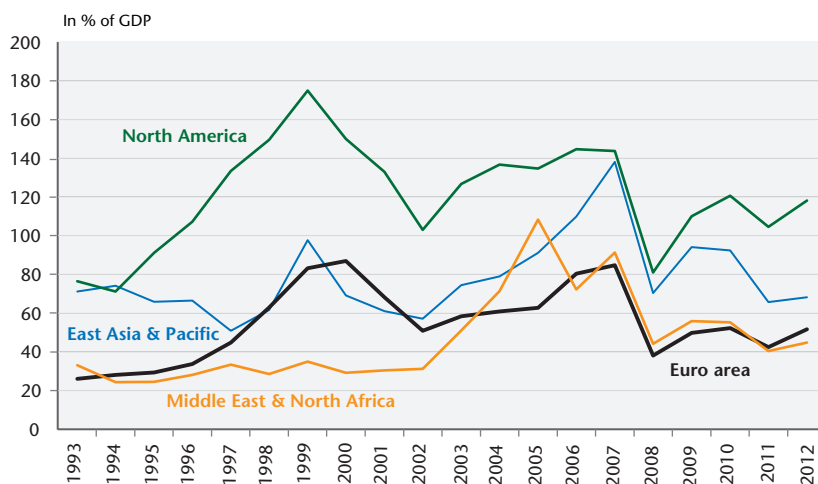
### **3.3.2. Liquidity risk**

Turning to liquidity risk, a major contribution to the analysis is offered by Levine and Zervos (1998). These authors show that the initial level of stock market liquidity is positively and significantly correlated with economic growth in a sample of 42 countries over the period 1976-1993. For instance, a one-standard-deviation increase in the initial stock market liquidity is estimated to increase the per capita GDP growth by 0.8% per year and by 15 percentage points over the 18 years span. These empirical findings are consistent with the predictions of the theoretical literature. Bencivenga and Smith (1991) show that, by mitigating liquidity risk, the financial sector can boost investments in high-returns and illiquid investments, thus accelerating growth. Indeed, thanks to liquid capital markets, savers can finance projects with high productivity and at the same time they can hold liquid assets (equity, bonds, etc.) that can be quickly and easily sold if they need access to their savings. In this framework, banks face a

predictable demand for liquidity resulting from the law of large numbers and can, therefore, allocate funds more efficiently than single individuals.

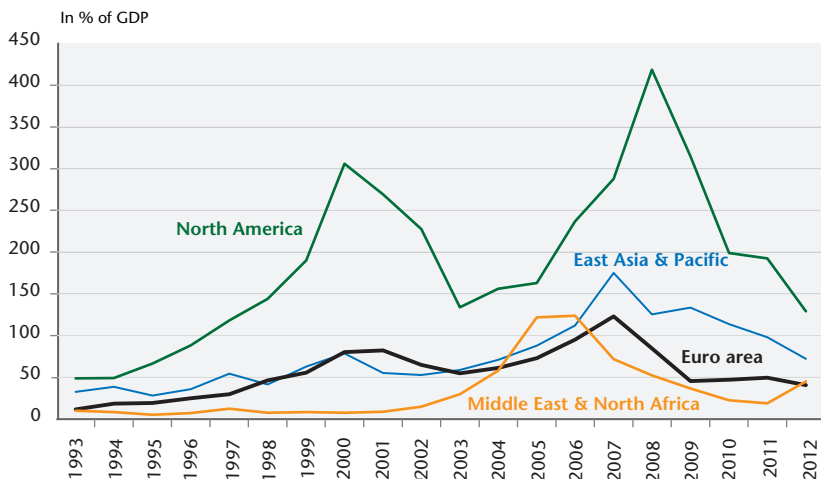
Building on Diamond and Dybvig (1983), Levine (1991) constructs an endogenous growth model in which a stock market emerges that allocates risk in the economy (Figure 7 shows the stock market capitalization in different regions of the world; Figure 8 shows the value of stocks traded in the same areas). Levine shows that the stock market alters the steady state growth rate by allowing agents to diversify their portfolios in case of liquidity shocks. A more developed financial system, in fact, mitigates liquidity risk by letting entrepreneurs hit by liquidity shocks sell their shares to other investors. This way, capital is not prematurely liquidated to satisfy short-run liquidity needs and the accumulation of capital in the economy speeds up, resulting in greater economic growth. This function, however, is not exclusive of stock markets: Diamond (1991) shows that when there are large barriers to the development of a system of equity trading, the banking sector naturally takes a liquidity-enhancing role in the economy, replicating the same equilibrium allocation of capital that arises with liquid equity markets.

Figure 7. Market capitalization of listed companies



Sources: World Bank, 2012.

Figure 8. Stocks traded, total value



Sources: World Bank, 2012.

To be clear, not all studies agree that liquid stock markets positively affect the rate of growth of the economy, and this could support the development of a bank-based financial system. For instance, Bhide (1993) shows that highly liquid stock markets can let investors diversify cheaply, but at the same time can weaken the internal monitoring system of financial intermediaries, by reducing the costs of exit of unhappy stockholders. This can end up in a worse allocation of resources compared to a bank-based system where breaking credit relationships entails high costs and hence monitoring incentives are stronger. On top of these problems, an excessive increase in the liquidity of financial markets can also expose the economy to problems of instability when the economy is hit by aggregate shocks. This point has already been discussed in Section 1, with particular reference to the recent analysis of Brunnermeier and Pedersen (2009).

### 3.3.3. Intertemporal risk

The last type of risk to be considered is intertemporal risk. Greenwood and Smith (1997) underline that the provision of liquidity by financial markets limits the exposure of savers to idiosyncratic risk and prevents the costly premature liquidation of long-term investments. Allen and Gale (1997) develop an overlapping generations model in which more developed financial

intermediaries allow to channel a higher fraction of savings to long-run investment projects. These offer returns that are relatively low in booms and relatively high in recessions and thus favour diversification of risk across generations, eliminating the inefficiencies due to lack of inter-temporal smoothing. This result also suggests that the financial sector can have a remarkable effect on the development of innovative activities that have high growth potential in the long run. We address this point in the next section.

### **3.4. Easing innovation processes**

Schumpeter (1961) showed that financial institutions are important for economic activity because they evaluate and finance entrepreneurs engaging in research and development (R&D). The role of financial institutions in solving information problems and managing risk have been discussed above. What we have not yet examined, however, is how these functions could promote innovation.

#### **3.4.1. A complex theoretical relationship**

Innovation is a trial-and-error process, in which it may be initially necessary to finance numerous unexpected opportunities, about which little is known *ex ante*, but that could have high future returns (Dosi, 1990). Therefore, due to the uncertainty associated with R&D activities, a more developed financial system can be essential to ensure the necessary screening mechanism, thus promoting innovation and growth. Xu and Huang (1999) argue that, since the uncertainty associated with R&D projects can only be solved when a project is carried out, *ex post* selection is more effective than *ex ante* selection. The authors show that, when financial institutions are sufficiently developed and multi-banking financing arrangements are set up (in which projects are co-financed by different actors), it is possible to develop a screening mechanism that discards bad projects, even in cases in which the refinancing of such projects could be profitable *ex post*. This prediction is consistent with the cited works of Rajan and Zingales (1998), as the industries that require most external financing are primarily those more innovative, and of Wurgler (2000), as the most innovative industries are also those likely to grow faster.



However, the improvement in the information about R&D projects is just one perspective of the analysis. Examining the role of risk, Petersen and Rajan (1995) reach opposite conclusions. Building a model in which concentrated banking sectors allow for intertemporal risk sharing, they show that only a concentrated banking sector (i.e., one in which entrepreneurial projects are financed by only one bank) is able to guarantee low cost of funding in the early stages of firm development. Moreover, Carpenter, Lazonick and O'Sullivan (2003) find that investments are rarely financed externally in innovative sectors such as the optical network industry.

King and Levine (1993) stress the role of financial intermediaries both as evaluators of potential innovators and providers of insurance for innovators. Thanks to the cross-sectional diversification obtained by intermediaries, the economy is able to promote investments in growth-enhancing innovative activities that feature high level of risk and thus are not naturally financed by risk-averse agents. Morales (2003), instead, applies a different approach based on the growth model of Aghion and Howitt (1998), and considers capital accumulation and R&D activities as complementary sources of growth. He builds a model in which the financial sector affects the financing of R&D activities. He demonstrates that financial activity does have an important role in reducing the incidence of moral hazard in research, increasing the level of monitoring and the probability of success of research projects. However, this impact of the financial sector on research productivity causes two opposite effects on growth. On the one hand, financial development fosters research projects with positive spillovers on other sectors of the economy, resulting in higher productivity in the whole economy. On the other hand, the increased R&D productivity raises the probability that an incumbent producer is replaced by an innovator, thus reducing the incentives to accumulate capital.

Block (2002) takes a critical approach towards all the above views. He stresses that often firms do not raise funds to allocate them to specific innovative projects, but the majority of funds are given to companies that only subsequently allocate the resources to particular innovative investments. For this reason, one cannot neglect that a key role in the link between financial development

and innovation is played by the organizational and decisions processes within firms. Mayer (1996) develops a model of ownership structure in which economies with more concentrated stakeholders encourage long-term commitment and this allows to allocate internal resources towards R&D projects. Considering a sample of 14 OECD countries, Carlin and Mayer (2003) show that there is no relation between concentration of ownership and R&D, which suggests that ownership concentration provides the commitment needed to encourage basic investment but not more advanced training of skills. Using microeconomic data on a large sample of Italian manufacturers, Minetti, Murro and Paiella (2011) find instead that an increase in ownership concentration tends to reduce firms' innovation efforts, especially at the R&D stage.

Assessing the pros and cons of market-based and bank-based financial systems in promoting innovation, Stiglitz (1985) underscores that a very liquid market-based system could lead to an equilibrium in which investors have no incentive to undertake pioneering projects, as the information about innovations could quickly spread to competitors. By contrast, bank-based systems could create more stable relationships and convince entrepreneurs to invest in innovation. Boot, Greenbaum and Thakor (1993) show that the reputation in securing the information provided by innovators could be higher in the case of a bank-based system, thus increasing the resources devoted to R&D projects. However, Carlin and Mayer (2003) contend that, being characterized by more dispersed ownership, market-based systems can be associated with R&D projects of higher risk, while bank-based systems, where ownership is more concentrated, are oriented towards longer-term investments with a more imitative nature.

### **3.4.2. Empirical findings**

The literature that tests the role of financial markets in the innovation process is recent, but already rich. A first concern in defining a successful empirical strategy is to rule out the possibility that the causality goes from innovation to financial development. In fact, a possible explanation of the existence of a relationship between these two variables is that only those economies with good innovation prospects develop financial markets that are able to provide the funds necessary to support innovation.

The second concern is linked to the fact that it is not necessarily demonstrated that financing constraints should matter for R&D activity. As argued by Himmelberg and Petersen (1994), R&D investment seems to be often financed by internally generated cash flow in advanced economies. The standard approach for testing this prediction is examining the cash flow sensitivity of investment: despite its large application in many studies, this approach has not delivered a definitive answer. Providing a comprehensive summary of the literature on this issue, Hall and Lerner (2009) conclude that this still remains an open question. However, analysing a large sample of European firms Brown, Fazzari and Petersen (2009) show that financing constraints affect the R&D activity of firms.

A third issue is whether the evidence suggests that market-based financial systems are preferable or not to bank-based systems for promoting innovation. Some empirical evidence that R&D-intensive firms make relatively little use of debt finance is provided by Aghion *et al.* (2005) who, using data on publicly traded U.K. firms, find that businesses with positive but low R&D use more debt finance than businesses that report no R&D, but the use of debt finance falls with R&D intensity among firms that report R&D. Yet, other studies show that bank-based financial systems can have a key role in supporting innovation. As demonstrated by Benfratello, Schiantarelli and Sembenelli (2008) in the analysis of over 6,000 Italian enterprises during the 1990s, a higher capillarity of the banking sector (measured as the density of the network of bank branches in Italian provinces) is capable of generating significant effects on the innovative processes of firms, increasing the likelihood of introducing a process (product) innovation by about 6% (4.5%) in case the density goes from 30 to 50 branches per 100 inhabitants. This positive effect of banking development is also reflected in the amount of resources that companies devote to R&D. Studying more than 4,000 Italian businesses in the early 2000s, Herrera and Minetti (2007) show that the length of the credit relationships between banks and firms also increases the probability of innovation. The authors point out that this effect is particularly significant in the decision of a company to introduce product innovations (rather than process ones). A subsequent analysis of Minetti (2011) demonstrates that banks are particularly

effective at fostering incremental innovations, i.e. innovations that do not drastically change the production processes of firms. He argues that this result is perhaps linked to banks' limited knowledge of radically new technologies.

Finally, two recent empirical studies confirm the innovation-financial development nexus. Using a large data set including 34 developed and emerging countries and using the patenting rate as a proxy of the innovation activity of a country, Hsu *et al.* (2011) show that, while the development of equity markets encourages innovation, credit market development impedes innovation. This is particularly true in emerging countries, and in countries with low quality of the legal system and with weak creditor protection. In the same vein, Ayyagari, Demirguc-Kunt and Maksimovic (2012) analyze over 19,000 firms across 47 developing economies and find that a firm's access to finance is an important determinant of the extent of innovation it undertakes. Moreover, financing from foreign banks appears to be associated with higher levels of innovation compared to financing from domestic banks.

#### 4. Conclusions

This paper has reviewed the link between the development of the financial structure and economic growth. For reasons of space, we have not touched on some important areas of research. One such area is the role played by inequality in the relationship between finance and growth. Difficulties in accessing financial markets can not only have adverse consequences on average income levels but also increase income, wealth, and human capital inequality. In a pioneering work, Benabou (1966) posed the question of why two countries that start from a similar macroeconomic situation, such as Philippines and South Korea in the post-war period, have divergent development trajectories. He conjectured that the Philippines were penalized by a more unequal distribution of wealth and an underdeveloped financial system. The idea is that when financial markets are inefficient, the returns across investment projects are not equalized. The greater the level of inequality, the larger the return differentials, and the bigger the loss in potential aggregate output. In addition, because in developing countries there is a good degree of learning-by-doing in

production, and because production stimulates the assimilation of foreign technologies, the static loss of GDP translates into slower long-run growth.

Financial constraints can also have detrimental effects on investments in education. Households with limited access to finance invest relatively less in human capital than they would do in a world with educational credit. This mechanism was first examined by Galor and Zeira (1993) where education is an indivisible investment, but generates greater private and social returns than physical capital (which, however, can be increased by small amounts). Lack of credit would induce low-income households to overinvest in physical capital. As a result income inequality increases from one generation to the next, and the economy's growth rate, which depends on the rate of accumulation of human capital, is smaller than it would be in a world with perfect credit markets. It is a fact, however, that the government takes an active role in financing education directly and indirectly. Arguably, this is the reason the Gini coefficients for education are lower than those for income and wealth (Thomas *et al.*, 2001). Several advanced economies have witnessed an increase in income and wealth inequality in the last two decades or so. In addition, some of these economies have also experienced growth rates lower than their historical trend. The current debate on the reforms of the financial sector following the Great Recession will necessarily have to take into account the complex linkages among finance, growth and inequality.

## References

- Acemoglu D. and F. Zilibotti, 1997, "Was Prometheus Unbound by Chance?", Risk, Diversification, and Growth, *Journal of Political Economy*, 105(4):709-51.
- Aghion P., N. Bloom, R. Blundell, R. Griffith and P. Howitt, 2005, "Competition and Innovation: An Inverted-U Relationship." *The Quarterly Journal of Economics*, 120(2):701-728.
- Aghion P. and P. Howitt, 1992, "A Model of Growth through Creative Destruction." *Econometrica* 60(2):323-51.
- Aghion P. and P. Howitt, 1998, *Endogenous Growth Theory*. The M.I.T. Press.

- Aghion P., T. Fally and S. Scarpetta, 2007, "Credit Constraints as a Barrier to the Entry and Post-entry Growth of Firms." *Economic Policy*, 22: 731-779.
- Allen F., 1990, "The Market for Information and the Origin of Financial Intermediation." *Journal of Financial Intermediation*, 1(1):3-30.
- Allen F. and D. Gale, 1997, "Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing." *Journal of Political Economy*, 105(3):523-46.
- Allianz, 2012, *Allianz Global Wealth Report 2012*.
- Antzoulatos A. and J. Thanopoulos, 2008, "Financial System Structure and Change - 1986-2005 Evidence from the OECD Countries." *Journal of Economic Integration*, 23:977-1001.
- Araujo L. and R. Minetti, 2007, "Financial Intermediaries as Markets for Firm Assets." *Economic Journal*, 117(523):1380-1402.
- Araujo L. and R. Minetti, 2011, "On The Essentiality of Banks." *International Economic Review*, 52(3):679-691.
- Ayyagari M., A. Demircuc-Kunt and V. Maksimovic, 2012, "Firm Innovation in Emerging Markets: the Roles of Governance and Finance." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46:1545-1580.
- Bagehot W., 1873, "Lombard Street: a Description of the Money Market." *Homewood, Ill.*
- Beck T., A. Demircuc-Kunt, L. Laeven and R. Levine, 2008, "Finance, Firm size and growth." *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(7):1379-1405.
- Bekaert G., C. R. Harvey, C. Lundblad and S. Siegel, 2007, "Global Growth Opportunities and Market Integration." *Journal of Finance*, 62(3):1081-1137.
- Benabou R., 1966, "Inequality and Growth. In NBER Macroeconomics Annual 1996." *National Bureau of Economic Research, Inc.*
- Bencivenga V. R. and B. D. Smith, 1991, "Financial Intermediation and Endogenous Growth." *Review of Economic Studies*, 58(2):195-209.
- Bencivenga V. R. and B. D. Smith, 1993, "Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model." *Journal of Economic Dynamics and Control*, 17(1-2):97-122.
- Bencivenga V. R., B. D. Smith and R. M. Starr, 1996, "Equity Markets, Transaction Costs, and Capital Accumulation." *The World Bank Economic Review*, 10:241-265.
- Benfratello L., F. Schiantarelli and A. Sembenelli, 2008, "Banks and innovation: Microeconomic evidence on Italian firms." *Journal of Financial Economics*, 90(2):197-217.
- Berger A., I. Hasan and L. Klapper, 2004, "Further Evidence on the Link between Finance and Growth: An International Analysis of Community Banking and Economic Performance." *Journal of Financial Services Research*, 25(2):169-202.

- Berlin M. and L. J. Mester, 1999, "Deposits and Relationship Lending." *Review of Financial Studies*, 12(3):579-607.
- Bhattacharya S. and A. Thakor, 1993, "Contemporary Banking Theory." *Journal of Financial Intermediation*, 3:2-50.
- Bhattacharya S. and P. Pfleiderer, 1985, "Delegated Portfolio Management." *Journal of Economic Theory*, 36(1):1-25.
- Bhide A., 1993, "The Hidden Costs of Stock Market Liquidity." *Journal of Financial Economics*, 34(1):31-51.
- Blackburn K. and V. T. Y. Hung, 1998, "A Theory of Growth, Financial Development and Trade." *Economica* 65(257):107-24.
- Block T. H., 2002, *Financial Systems, Innovation and Economic Performance*. MERIT, Maastricht Economic Research Institute on Innovation and Technology.
- Boot A. W. A., 2000, "Relationship Banking: What Do We Know?" *Journal of Financial Intermediation*, 9(1):7-25.
- Boot A. W. A. and A. V. Thakor, 1994, "Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game." *International Economic Review*, 35(4):899-920.
- Boot A. W. A. and A. V. Thakor, 2000, "Can Relationship Banking Survive Competition?" *The Journal of Finance*, 55(2):679-713.
- Boot A. W. A., S. I Greenbaum and A. V. Thakor, 1993, "Reputation and Discretion in Financial Contracting." *American Economic Review*, 83(5):1165-83.
- Boyd J. H. and B. D. Smith, 1992, "Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development." *Journal of Monetary Economics*, 30(3):409-432.
- Boyd J. H., E. C. Prescott and B. D. Smith, 1988, "Organizations in Economic Analysis." *Canadian Journal of Economics*, 21(3):477-91.
- Brown J. R., S. M. Fazzari and B. C. Petersen, 2009, "Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity, and the 1990s R&D Boom." *Journal of Finance*, 64(1):151-185.
- Brunnermeier M. and L. Pedersen, 2009, "Market Liquidity and Funding Liquidity." *Review of Financial Studies*, 22(6):2201-2238.
- Calderon C. and L. Liu, 2003, "The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth." *Journal of Development Economics*, 72(1):321-334.
- Campbell T. S. and W. A. Kracaw, 1980, "Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation." *Journal of Finance*, 35(4):863-82.
- Carlin W. and C. Mayer, 2003, "Finance, Investment, and Growth." *Journal of Financial Economics*, 69(1):191-226.

- Carpenter M., W. Lazonick and M. O'Sullivan, 2003, "The Stock Market and Innovative Capability in the New Economy: The Optical Networking Industry." *Industrial and Corporate Change*, 12(5):963-1034.
- Christopoulos D. K. and E. G. Tsionas, 2004, "Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests." *Journal of Development Economics*, 73(1):55-74.
- Cicccone A. and E. Papaioannou, 2006, "Adjustment to Target Capital, Finance and Growth." Universitat Pompeu Fabra. Departament d'Economia i Empresa *Working Paper* 982.
- D'Auria C., A. Foglia and P. M. Reedtz, 1999, "Bank Interest Rates and Credit Relationships in Italy." *Journal of Banking and Finance*, 23(7):1067-1093.
- De Gregorio J., 1996, "Borrowing Constraints, Human Capital Accumulation, and Growth." *Journal of Monetary Economics*, 37(1):49-71.
- De Gregorio J. and P. E. Guidotti, 1995, "Financial Development and Economic Growth." *World Development*, 23(3):433-448.
- De Serres A., S. Kobayakawa, S. Torsten and L. Vartia, 2006, "Regulation of Financial Systems and Economic Growth." *OECD Economic Studies*, 43.
- Demetriades P. O. and K. A. Hussein, 1996, "Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries." *Journal of Development Economics*, 51(2):387-411.
- Demirgüç-Kunt A. and V. Maksimovic, 1998, "Law, Finance, and Firm Growth." *Journal of Finance*, 53(6):2107-2137.
- Demirguc-Kunt A. and V. Maksimovic, 1995, "Stock market development and firm financing choices." *The World Bank Economic Review*, 10: 341-369.
- Devereux M. B. and G. W. Smith, 1994, "International Risk Sharing and Economic Growth." *International Economic Review*, 35(3):535-50.
- Diamond D. W., 1984, "Financial Intermediation and Delegated Monitoring." *Review of Economic Studies*, 51(3):393-414.
- Diamond D. W., 1991, "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt." *Journal of Political Economy*, 99(4):689-721.
- Diamond D. W. and P. H. Dybvig, 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity." *Journal of Political Economy*, 91(3):401-19.
- Doblas-Madrid A. and R. Minetti, 2013, "Sharing Information in the Credit Market: Contract-level Evidence from U.S. Firms." *Journal of Financial Economics*, 109(1):198-223.
- Dosi G., 1990, "Finance, Innovation and Industrial Change." *Journal of Economic Behavior and Organization*, 13(3):299-319.
- Driffill J., 2003, "Growth and Finance." *The Manchester School*, 71:363-380.



- Elsas R. and J. P. Krahenen, 1998, "Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit- Level Data in Germany." *Journal of Banking and Finance*, 22(10-11):1283-1316.
- Fisman R. and I. Love, 2004, "Financial Development and Growth in the Short and Long run." *NBER Working Paper Series* 10236.
- Galor O. and J. Zeira, 1993, "Income Distribution and Macroeconomics." *Review of Economic Studies*, 60(1):35-52.
- Gambini A. and A. Zazzaro, 2013, "Long-lasting Bank Relationships and Growth of Firms." *Small Business Economics*, 40(4):977-1007.
- Geanakoplos J., 2010, "The Leverage Cycle." In *NBER Macroeconomics Annual 2009*, ed. Daron Acemoglu, Kenneth Rogo and Michael Woodford, Vol. 24, University of Chicago Press, pp. 1-65.
- Goldsmith R. W., 1969, *Financial Structure and Development*. Yale University Press.
- Greenwood J. and B. Jovanovic, 1990, "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income." *Journal of Political Economy*, 98(5):1076-1107.
- Greenwood J. and B. D. Smith, 1997, "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets." *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21(1):145-181.
- Grossman G. M. and E. Helpman, 1991, "Quality Ladders in the Theory of Growth." *Review of Economic Studies*, 58(1):43-61.
- Guerrieri L., M. Iacoviello and R. Minetti, 2012, "Banks, Sovereign Debt and the International Transmission of Business Cycles." In *NBER International Seminar on Macroeconomics 2012*, ed. F. Giavazzi and K. D. West. *University of Chicago Press*, pp. 181-213.
- Guiso L., T. Jappelli, M. Padula and M. Pagano, 2005, "Financial Market Integration and Economic Growth in the EU." *Economic Policy*, 19(40)(5):523-577.
- Gurley J. and E. Shaw, 1955, "Financial Aspects of Economic Development." *American Economic Review*, 45(4):515-38.
- Gurley J. and E. Shaw, 1960, *Money in a Theory of Finance*, Vol. 69, Washington: Brookings Institution.
- Hall B. H. and J. Lerner, 2009, "The Financing of R&D and Innovation." *Working Papers*, 15325, NBER.
- Hassan M. K., B. Sanchez and J.-S. Yu, 2011, "Financial development and economic growth: New evidence from panel data." *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(1):88-104.
- Herrera A. M., M. Kolar and R. Minetti, 2011, "Credit reallocation." *Journal of Monetary Economics*, 58(6):551-563.

- Herrera A. M. and R. Minetti, 2007, "Informed finance and technological change: Evidence from credit relationships." *Journal of Financial Economics*, 83(1):223-269.
- Himmelberg C. P. and B. C. Petersen, 1994, "R&D and Internal Finance: A Panel Study of Small Firms in High-Tech Industries." *The Review of Economics and Statistics*, 76(1):38-51.
- Hirshleifer J., 1971, "The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity." *American Economic Review*, 61(4): 561-74.
- Huang Y., 2005, "What determines financial development?" *Bristol Economics Discussion Papers* 05/580.
- IMF, 2005. *Handbook on Financial Sector Assessment. International Monetary Fund*.
- Jappelli T. and M. Pagano, 1994, "Saving, Growth, and Liquidity Constraints." *The Quarterly Journal of Economics*, 109(1):83-109.
- Jung W., 1986, "Financial Development and Economic Growth: International Evidence." *Economic Development and Cultural Change*, 34(2): 333-346.
- Khan A., 2001, "Financial Development and Economic Growth." *Macroeconomic Dynamics*, 5(3):413-433.
- King R. G. and R. Levine., 1993, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right." *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3):717-37.
- La Porta R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, 1997, "Legal Determinants of External Finance." *Journal of Finance*, 52(3):1131-50.
- Leland H. E. and D. H. Pyle, 1977, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation." *Journal of Finance*, 32(2): 371-87.
- Levine R., 1991, "Stock Markets, Growth, and Tax Policy." *Journal of Finance*, 46(4):1445-65.
- Levine R., 1999, "Law, Finance, and Economic Growth." *Journal of Financial Intermediation*, 8(1-2):8-35.
- Levine R., 2005, "Finance and Growth: Theory and Evidence." In *Handbook of Economic Growth*, ed. Steven Aghion, Philippe and Durlauf. Vol. 1, Elsevier, pp. 865-934.
- Levine R., N. Loayza and T. Beck, 2000, "Financial intermediation and growth: Causality and causes." *Journal of Monetary Economics*, 46(1): 31-77.
- Levine R. and S. Zervos, 1998, "Stock Markets, Banks, and Economic Growth." *American Economic Review*, 88(3):537-58.
- Lucas R. Jr., 1988, "On the mechanics of economic development." *Journal of Monetary Economics*, 22(1):3-42.

- Mayer C., 1996, "Corporate Governance, Competition and Performance." *OECD Economics Department Working Papers* 164.
- McKinnon R. I., 1973, *Money and capital in economic development*. The Brookings Institution.
- Miarka T., 2000, "The recent economic role of bank- firm relationships." *In Financial Intermediation and Deregulation Contributions to Economics*. Physica-Verlag HD pp. 79-114.
- Minetti R., 2011, "Informed Finance and Technological Conservatism." *Review of Finance* 15(3):633-692.
- Minetti R., P. Murro and M. Paiella, 2011, "Ownership structure, governance, and innovation: Evidence from Italy." *Discussion Papers, D.E.S., University of Naples "Parthenope"*, 1.
- Morales M. F., 2003, "Financial Intermediation in a Model of Growth through Creative Destruction." *Macroeconomic Dynamics*, 7:363-393.
- Musso P. and S. Schiavo, 2008, "The Impact of Financial Constraints on Firm Survival and Growth." *Journal of Evolutionary Economics*, 18(2): 135-149.
- Neusser K. and M. Kugler, 1998, "Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries." *The Review of Economics and Statistics*, 80(4):638-646.
- Obstfeld M., 1994, "Risk-Taking, Global Diversification, and Growth." *American Economic Review*, 84(5):1310-29.
- Patrick H. T., 1966, "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped countries." *Economic Development and Cultural Change*, 14(1):174-189.
- Petersen M. and R. G. Rajan, 1995, "The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships." *The Quarterly Journal of Economics*, 110(2):407-43.
- Rajan R. G. and L. Zingales, 1998, *Financial Dependence and Growth*. *American Economic Review*, 88(3):559-86.
- Rioja F. and N. Valev, 2004, "Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development." *Economic Inquiry*, 42(1):127-140.
- Robinson J., 1979, *The Generalisation of the General Theory and Other Essays*. London, Macmillan.
- Romer P. M., 1990, "Endogenous Technological Change." *Journal of Political Economy*, 98(5):S71-102.
- Saci K. and K. Holden, 2008, "Evidence on growth and financial development using principal components." *Applied Financial Economics*, 18(19):1549-1560.
- Schumpeter J. A, 1961, *The Theory of Economic Development. An Inquiry into Profits, Capital Credit, Interest, and the Business Cycle*. New York: Oxford University Press.

- Shan J. Z., A. G. Morris and F. Sun, 2001, "Financial Development and Economic Growth: An Egg-and-Chicken Problem?" *Review of International Economics*, 9(3):443-54.
- Sharpe S. A., 1990, "Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: a Stylized Model of Customer Relationships." *The Journal of Finance*, 45(4):1069-1087.
- Sirri E. R. and P. Tufano, 1995, *The Economics of Pooling*. D B Crane et al.
- Smith A., 1937, *The Wealth of Nations*. New York, Modern Library.
- Stiglitz J. E., 1985, "Credit Markets and the Control of Capital." *Journal of Money, Credit and Banking*, 17(2):133-52.
- Thomas V., Y. Wang and X. Fan, 2001, *Measuring education inequality - Gini coefficients of education*. The World Bank.
- Townsend R. M., 1978, "Intermediation with Costly Bilateral Exchange." *Review of Economic Studies*, 45(3):417-25.
- Trew A., 2008, "Efficiency, Depth and Growth: Quantitative Implications of Finance and Growth Theory." *Journal of Macroeconomics*, 30(4): 1550-1568.
- Tsuru K., 2000, "Finance and Growth: Some Theoretical Considerations and a Review of the Empirical Literature." *OECD Economics Department Working Papers* 228.
- WEF, 2012, *The Financial Development Report 2012*. World Economic Forum, New York: USA Inc.
- Weinstein D. E. and Y. Yafeh, 1998, "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan." *Journal of Finance*, 53(2):635-672.
- Wurgler J.r., 2000, "Financial markets and the allocation of capital." *Journal of Financial Economics*, 58(1-2):187-214.
- Xu C. and H. Huang, 1999, "Institutions, Innovations, and Growth." *American Economic Review*, 89(2):438-443.
- Xu Z., 2000, "Financial Development, Investment, and Growth." *Economic Inquiry*, 38:331-44.

Achévé de rédiger en France  
Dépôt légal : décembre 2013  
Directeur de la Publication : Philippe Weil  
Publié par les Éditions du Net SAS 92800 Puteaux

Réalisation, composition : Najette Moumni