

# *Document de travail*

2016-27

## **Anatomie du désordre européen**

***Jean-Luc Gaffard***

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

***Francesco Saraceno***

*OFCE Sciences Po, LUISS-SEP Roma*

Octobre 2016

**ofce**

# Anatomie du désordre européen

Jean-Luc Gaffard\* et Francesco Saraceno\*\*

## *Résumé*

L'article développe l'argument suivant lequel le consensus actuel et l'architecture institutionnelle qu'il implique sont dommageables à une croissance équilibrée et soutenable. La doctrine consensuelle qui dissocie le court terme du long terme, renouant ainsi avec la vieille dichotomie, conduit, paradoxalement, à privilégier le court terme quand les responsables de politique économique mettent excessivement l'accent sur des objectifs nominaux de court terme (inflation, déficits) au détriment d'objectifs réels tels que l'emploi et la croissance. La flexibilité des marchés, qui est le principe guidant la formulation des réformes structurelles, finit le plus souvent par créer de l'instabilité et des modèles de développement fragiles.

L'article suggère alors que, pour remettre en ordre de marche l'économie européenne, un changement de paradigme théorique est nécessaire, avec pour objectif de concevoir une politique économique qui puisse permettre l'allongement de l'horizon décisionnel des entreprises, des ménages et des gouvernements.

*Mots clés: chômage, dualisme, flexibilité, macroéconomie, politique économique, réformes structurelles, union européenne*

## *Abstract*

The paper argues that the current consensus, and the institutional setup that it implies, are detrimental for balanced and sustainable growth. The consensual doctrine that dissociates the long term from the short run thus renewing an old dichotomy, paradoxically, leads to a short termism when policy makers, tend to put excessive emphasis on nominal short term targets (deficit, inflation) to the detriment of real objectives like employment, long term growth. Market flexibility, the guiding principle of consensus shaped structural reforms, more often than not ends up creating instability and fragile development patterns.

The paper goes then back to economic theory, and it suggests that in order to put the European economy back on track a change of theoretical paradigm is necessary, so that policy can lead to longer decision horizons by firms, households, and governments.

*Keywords: dualism, economic policy, European union, flexibility, macroeconomics, structural reforms, unemployment.*

*JEL Codes E10, E20, E40, E52, E60, F45.*

---

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

\*\* OFCE Sciences Po, LUISS-SEP Roma

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

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

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

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

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

## **1. La question européenne**

*L'Europe, modèle réduit de la mondialisation*

*Une réorientation nécessaire*

*L'enjeu théorique*

*Les données du problème*

## **2. La nouvelle macroéconomie**

*La maîtrise perdue de la conjoncture*

*La révolution monétariste*

*Le nouveau consensus*

*La maîtrise imaginée de la destruction créatrice*

## **3. Le mirage des réformes structurelles**

*Les réformes structurelles facteur de croissance*

*Limites d'un consensus*

*Le risque de dualisme*

*Le faux argument de l'innovation*

## **4. Réalités européennes**

*Une narration consensuelle*

*Le modèle allemand ou la dualité en exemple*

*Le modèle français ou la cohérence rompue*

*La convergence avortée*

*La stabilité menacée*

*L'impasse monétaire*

## **5. Retour à Keynes ou la dichotomie en question**

*La macroéconomie avant Keynes*

*Les effets réels des chocs monétaires*

*L'interaction entre facteurs réels et monétaires*

*La croissance en question*

## **6. La macroéconomie de long terme revisitée**

*Concurrence imparfaite et performances macroéconomiques*

*Engagement financier et croissance*

*A propos de la flexibilité*

## **7. Vers une nouvelle donne en Europe**

*La réforme bancaire et financière*

*Les moyens de la stabilisation*

*Le dilemme budgétaire*

*Diversité et cohérence de l'espace européen*

## 1. La question européenne

Les changements intervenus dans son environnement tout autant que les choix politiques et institutionnels qui en ont structuré l'organisation font que l'Europe connaît une crise qui n'a rien de conjoncturel et qu'il existe bel et bien une question européenne, qui est une question économique, politique et sociale.

### *L'Europe modèle réduit de mondialisation*

La mondialisation rêvée par ses thuriféraires est cette situation présumée optimale caractérisée par une totale libéralisation des marchés et par la neutralité budgétaire et monétaire des gouvernements dont l'action se trouve réduite, indépendamment des tâches régaliennes qui leur restent dévolues, à veiller au respect des règles de la pleine concurrence. Le rêve deviendrait d'autant plus facilement réalité que les marchés financiers globalisés auraient cette vertu de discipliner gouvernements et entreprises, les uns pour qu'ils veillent à l'équilibre de leurs budgets, les autres pour qu'elles satisfassent l'objectif de maximisation de la valeur des actions. Il existerait ainsi une variété optimale de capitalisme à laquelle tous les pays auraient intérêt à se conformer. Seules des interventions discrétionnaires et donc inappropriées des gouvernements et des défaillances institutionnelles au premier rang desquelles le maintien de rigidités sur les marchés de biens et de facteurs seraient responsables de mauvaises performances micro comme macroéconomiques. Dans ce monde virtuel, non seulement l'Etat est neutralisé, mais l'entreprise s'efface derrière les marchés, devenant une simple collection d'actifs échangeables.

L'Union Européenne s'est voulue une sorte de modèle réduit de cette mondialisation, en fait le terrain privilégié d'expérimentation de la doctrine économique dominante, en assortissant l'introduction d'une monnaie unique de préceptes de politique économique consistant à faire de la Banque Centrale Européenne une institution indépendante garante de la stabilité des prix, à imposer des règles budgétaires aux gouvernements des pays membres visant à la neutralité de l'intervention publique, et à imposer une concurrence qualifiée de libre et non faussée, signifiant de s'approcher au plus près de l'état de concurrence parfaite quand tout pouvoir de marché est écarté, grâce à des réformes qualifiées de structurelles. L'objectif était de permettre aux économies de la zone euro de retrouver le chemin de la croissance.

### *Une réorientation nécessaire*

Mais au lieu qu'il s'ensuive, à la fois, la convergence de performances entre les Etats membres de la zone euro et le retour de la croissance, un piège se referme, source de divergences réelles et de stagnation, qui pourrait conduire à l'éclatement de l'Union Européenne. La question est, dès lors, posée d'une réorientation des politiques économiques, aussi bien globales que structurelles. Sans doute les politiques globales devraient-elle être davantage actives et les réformes structurelles repensées pour faire place aux problèmes de coordination, plutôt que de s'en tenir au seul effet des incitations.

Une telle réorientation requiert, au préalable, une véritable révision théorique. Les moments clés de l'histoire économique contemporaine ont souvent mis à mal les idées établies et provoqué de véritables révolutions dans l'histoire de la pensée comme en matière de politique économique, qu'il s'agisse de la Grande Dépression, de l'épisode de croissance forte et régulière après la Deuxième Guerre mondiale, de la Grande Inflation des années 1970, de la Grande Modération qui a suivi et, finalement, de la crise ouverte

en 2008. Ces ruptures s'inscrivent dans un débat récurrent concernant la nature des relations entre phénomènes monétaires et phénomènes réels, entre inflation et chômage, entre court et long terme, entre politiques macroéconomiques et politiques structurelles.

### *L'enjeu théorique*

Le plaidoyer actuel en faveur des réformes structurelles tendant à rendre plus fluides les marchés à commencer par le marché du travail rompt avec une vision intégrée des problèmes de la monnaie et de l'emploi propre à la théorie de Keynes. Il conduit (i) à réduire la question du chômage au seul fonctionnement des marchés du monde 'réel', marchés du travail et marchés de biens, (ii) à cantonner l'action de la Banque centrale au seul contrôle de l'inflation, pour la contenir et récemment pour la fixer à un niveau jugé raisonnable, (iii) à juger inutile, inefficace et finalement dangereuse une politique budgétaire active, (iv) à confier à des marchés financiers supposés efficient de discipliner gouvernements et entreprises. Le moyen ou le long terme sont désormais privilégiés mais en supposant qu'ils sont déterminés par les seules forces réelles – les technologies et les préférences – qui constitueraient un attracteur incontournable de l'économie, identifié au taux de croissance potentiel et au taux de chômage naturel. La monnaie, dont la neutralité est postulée à long terme et recherchée à court terme en ayant recours à des règles intangibles, se trouve exclue de toute influence sur les performances de croissance de l'économie.

L'analyse de Keynes est aux antipodes de cette position dogmatique qui était déjà celle des économistes néo-classiques, et fait de la neutralité de la monnaie et de la concurrence parfaite sur les marchés la condition du plein emploi. Non seulement, celui-ci juge que la monnaie est essentielle, mais il considère que la concurrence monopolistique et la négociation bilatérale sur les marchés de travail sont les conditions normales de la détermination des salaires et ne sauraient être considérées comme la cause du chômage.

La révision théorique aujourd'hui requise devrait sans doute procéder d'un retour à Keynes, celui qui entendait traiter du problème de l'emploi en le rapportant aux phénomènes monétaires et financiers. Mais elle devrait aussi constituer un pas en avant dans la façon de comprendre cette interdépendance en relation avec les problèmes de croissance.

La nouvelle macroéconomie a ceci d'intéressant qu'elle nous fait sortir du cadre strict du court terme et conduit à s'interroger sur les propriétés de l'économie à moyen terme autrement dit sur l'impact des chocs structurels auxquels l'économie de marché est confrontée. Les réformes structurelles promues sont souvent justifiées en raison de leur impact sur l'affectation des ressources rendue nécessaire par des changements de technologies ou de préférences, et par suite sur la capacité d'innovation de l'économie, son taux de chômage et son taux de croissance potentiel. Aussi est-ce au regard de l'objectif d'innovation et de croissance qu'il convient de reprendre l'analyse initiée par Keynes, mais largement occultée par la suite, sur la façon dont interagissent les phénomènes réels et monétaires dans une économie confrontée à des changements structurels récurrents. Il ne saurait être question de s'en tenir à discuter de la relation, au demeurant contestée entre l'investissement et le taux d'intérêt et, d'ailleurs, privée de véritable sens à court terme. L'enjeu est de débattre de la nature des investissements non pas tant comme élément de la demande globale que comme création de capacité de production, et de leur impact sur la croissance en liaison avec les formes prises par

l'organisation monétaire et financière, laquelle affecte l'horizon temporel des décideurs. C'est dire que la question qui se pose à l'Union Européenne est une question complexe qui, de plus, met en jeu la diversité des variétés de capitalisme qui la composent.

### *Les données du problème*

Aussi, ce qui suit, sera-t-il organisé en six chapitres. Le premier traitera des origines et des fondements de cette nouvelle macroéconomie qui a obtenu un très large consensus et constitue le socle intellectuel des politiques mises en œuvre pour souligner son principal aspect, à savoir la séparation stricte entre phénomènes réels et phénomènes monétaires. Le deuxième chapitre débattrait des caractéristiques et des enjeux des réformes structurelles censées augmenter le taux de croissance potentiel et diminuer le taux de chômage naturel pour s'interroger aussi bien sur leurs effets à long terme que sur leurs effets à court terme. Le troisième chapitre donnera un aperçu de ces réalités européennes qui ont été le fruit de la doctrine dominante et des ajustements dont elle a été l'objet pour répondre aux difficultés observées. Le quatrième chapitre proposera les grandes lignes de la révision théorique nécessaire entendue comme un retour et surtout comme une extension de l'idée fondamentale de Keynes à savoir l'étroite interdépendance des phénomènes réels et monétaires. Le cinquième chapitre proposera les grandes lignes d'une macroéconomie monétaire en concurrence imparfaite articulant court et long terme. Le sixième et dernier chapitre explorera les pistes de réformes en vue de construire une nouvelle donne économique et politique dont l'objectif est de concilier cohésion et diversité de l'Union Européenne en rupture avec la recherche d'une certaine flexibilité censée garantir le caractère optimal de la zone euro.

## **2. La nouvelle macroéconomie**

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

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

### *La maîtrise perdue de la conjoncture*

Une vulgate keynésienne s'était installée à la fin des années 1960. Elle s'inscrivait dans la croyance en la possibilité pour les gouvernements de guider au plus près la demande globale essentiellement par le canal des budgets publics. Cette régulation conjoncturelle était censée maintenir l'économie au plus près du sentier de croissance potentielle défini dans un environnement parfaitement concurrentiel (Solow 1956). Elle consistait pour le gouvernement, fort de la stabilité présumée de la relation inverse entre taux d'inflation et taux de chômage, à arbitrer entre les deux. Elle a été effective au cours des années 1960 quand la croissance était forte et régulière, quand les entreprises pouvaient tabler sur la stabilité de cette croissance et effectuer des investissements à long terme, quand les variations du taux d'inflation comme du taux de chômage étaient d'ampleur limitée. C'était aussi une situation au cours de laquelle les liquidités étaient abondantes et les taux d'intérêt stables et faibles, les actionnaires avaient peu de pouvoir ou étaient patients, autrement dit sous des conditions monétaires et financières spécifiques pourtant systématiquement ignorées dans l'analyse.

Cette croyance s'est effritée au contact d'une nouvelle réalité, la hausse simultanée de l'inflation et du chômage, jusqu'à céder devant une autre croyance, celle qui veut que les gouvernements soient définitivement incapables de régulation discrétionnaire, ne pouvant et ne devant pas s'opposer aux forces supposées autorégulatrices des marchés.

Il y a ici un paradoxe sur lequel il faudra revenir, quand l'on sait que la contre-offensive reposera sur l'aphorisme formulé par Friedman '*money matters*', qui, certes, fait pièce à une doctrine keynésienne qui en est venu à privilégier la politique budgétaire et à négliger le rôle de la monnaie, mais alors que Keynes attribuait à cette même monnaie un rôle essentiel dans le déroulement des événements. En fait, pour les monétaristes, la monnaie compte car c'est elle qui est susceptible de créer des perturbations et, pour cette raison, c'est également elle qu'il faut neutraliser afin de laisser jouer librement les forces réelles. L'aphorisme mentionné va de pair avec un retour de la dichotomie entre le réel et le monétaire.

### *La révolution monétariste*

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

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

Toute politique conjoncturelle, monétaire ou budgétaire, visant à réduire le taux de chômage en deçà de son niveau naturel fait que le taux d'inflation courant est supérieur au taux anticipé entraînant une hausse de ce dernier, une baisse de la production et de

l'emploi jusqu'à revenir à l'équilibre de moyen terme incarné par le taux de chômage naturel et vice-versa.

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

Le fondement de cette analyse n'est autre que la théorie de l'équilibre général des marchés formulée par Walras, laquelle postule que le secteur privé est spontanément à l'équilibre lequel ne peut être perturbé que par une intervention forcément inappropriée et finalement contrariée du gouvernement. Permettre, comme le font les modèles les plus récents (dynamique et stochastique), que les individus maximisent l'utilité tirée de leurs consommations successives et que la productivité soit affectée de chocs aléatoires ne change rien ni au diagnostic ni aux remèdes formulés. Les chocs en question sont des chocs réels imaginaires. La politique monétaire n'a lieu d'être que si les prix sont rigides. Rendre les prix plus flexibles ne peut que la rendre sans objet.

#### *Le nouveau consensus*

L'économie analysée et modélisée est tout entière conçue autour de trois propositions qui inscrivent son profil dans le moyen ou long terme. Les consommateurs maximisent une fonction d'utilité inter-temporelle les conduisant, le cas échéant, à réagir à des chocs exogènes de productivité en modifiant leur arbitrage entre travail et loisir. Ces mêmes consommateurs déterminent leur comportement courant en se référant à leurs anticipations de ce que seront les prix futurs compte tenu, notamment, d'une possible rigidité due à des données institutionnelles ou informationnelles. La banque centrale suit une règle qui consiste à fixer son taux d'intérêt de façon à répondre à des anticipations inflationnistes.

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

Les pouvoirs reconnus aux salariés comme ceux reconnus aux entreprises font augmenter le taux de chômage naturel signifiant tout simplement que la hausse du coût salarial ou la hausse du taux de marge conduisent à abaisser le niveau de production d'équilibre et le niveau d'emploi sans aucune autre forme de procès. Dans l'hypothèse de fluctuations réelles dues à des chocs de productivité, ces mêmes pouvoirs créent un écart entre le produit naturel (optimal) et le produit effectif.

La théorie est, ainsi, globalement en place qui permet de justifier, d'un côté les réformes structurelles et, de l'autre, une politique monétaire rivée à cibler le taux d'inflation (en fait les anticipations inflationnistes) commandée par une Banque centrale indépendante,

sans considération d'une exigence de stabilité financière dont on n'imagine pas qu'elle puisse être de nouveau menacée. La politique budgétaire active, devenue impotente à moyen terme, n'a plus de véritable sens. Autant, alors, retenir comme objectif l'équilibre des comptes publics qui assure la stabilité des anticipations de prix et l'absence d'effet d'éviction des investissements privés. La consolidation de ces comptes, que rendraient nécessaires des dérives passées peut, certes, entraîner une hausse du chômage, mais celle-ci est jugée transitoire. Revenu et taux de chômage naturel seront finalement rétablis, qui plus est à un taux d'inflation réduit. Il devient possible de réduire le taux d'inflation en même temps que le déficit budgétaire. La seule question posée est celle de l'importance et de la rapidité de l'ajustement requis : un ajustement fort et brutal aura pour effet une forte augmentation du taux de chômage mais pour une période courte, laissant à penser qu'une thérapie de choc serait finalement préférable.

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

Sans doute, cela reflète-t-elle fidèlement la façon dont la politique monétaire est désormais conduite, mais aucun rôle n'est plus attribué à la demande de monnaie ou à la demande de crédit. Le maniement du taux d'intérêt n'a pas d'autre fonction que de permettre un contrôle étroit du taux d'inflation via l'arbitrage imposé entre consommation courante et consommation future. Aucun lien n'est véritablement explicité entre ce taux d'intérêt et le volume de crédit effectivement distribué. Plus exactement, le volume de crédit est censé répondre à un mécanisme de multiplication loin de la thèse suivant laquelle les entreprises et les ménages obtiennent les montants de crédit souhaités au taux d'intérêt fixé, soit au terme d'un mécanisme de diviseur du crédit (Le Bourva 1962, Lavoie 1992).

#### *La maîtrise imaginée de la destruction créatrice*

L'équilibre de moyen ou long terme, rétabli dans sa qualité d'attracteur, est caractérisé par un taux de chômage naturel et un taux de croissance potentiel. Le taux de croissance potentiel est supposé n'obéir qu'aux forces de l'offre (offre de travail et offre technologique) dont il n'est vraiment tiré parti que dans un univers de marchés pleinement concurrentiels.

Il devenu, toutefois, courant de rappeler que la croissance puise ses sources dans l'innovation, mais aussi que l'innovation engendre de manière récurrente un processus de destruction créatrice. Ce dernier se traduit par des destructions et des créations d'emplois de même que par la constitution de pools de chômeurs et d'emplois vacants, impliquant notamment qu'un taux de chômage plus élevé ira de pair avec un taux de croissance lui-même plus élevé. La réallocation des ressources humaines est ainsi nécessaire qui appelle, en principe, des mobilités professionnelles et géographiques, autrement dit une forte flexibilité sur le marché du travail.

L'obstacle principal aux restructurations résiderait, alors, dans les rigidités propres à ce

marché. Un renforcement des règles de protection de l'emploi ne pourrait qu'accroître le degré de spécificité des investissements et avoir pour conséquence la sclérose technologique, l'augmentation du taux de chômage, voire un travail sous-évalué (Caballero et Hammour 1996).

Faute de pouvoir toujours réaliser les réformes structurelles nécessaires, il reste possible de s'en rapporter aux conditions de gouvernance des entreprises. Le bon déroulement du processus de destruction créatrice serait, alors, garanti grâce à la prééminence des marchés d'actions et au pouvoir reconnu aux actionnaires. La théorie moderne de la gouvernance d'entreprise justifie et garantit ce pouvoir reconnu aux actionnaires de commander la meilleure réallocation des ressources productives. Elle retient comme principe que seuls les contrats liant les actionnaires sont des contrats incomplets. Ces derniers sont des créanciers résiduels et doivent supporter les risques entraînés par des investissements spécifiques impliquant des coûts de sortie élevés. C'est donc à eux que doit revenir la responsabilité d'orienter la stratégie de l'entreprise, autrement dit les choix d'investissement dans un sens qui permet de tirer le meilleur parti des technologies disponibles et des préférences affichées, autrement dit de maximiser le surplus résiduel.

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

En d'autres termes, les marchés financiers imposeraient une discipline aux entreprises en créant les conditions leur permettant d'échapper aux contraintes dues à des rigidités sur le marché du travail et ce d'autant plus facilement que ces entreprises seraient elles-mêmes internationalisées et pourraient jouer des différences de systèmes sociaux.

Il existe ainsi une grande cohérence intellectuelle entre la macroéconomie de moyen terme, les modèles de croissance et la théorie de la gouvernance d'entreprises. Ces analyses en commun de faire des réformes structurelles un enjeu essentiel des politiques d'emploi et de croissance.

### **3. Le mirage des réformes structurelles**

En éliminant *de facto* la dimension monétaire et financière de l'économie au nom d'une neutralité de long terme, le consensus se concentre sur le côté de l'offre et retient des prescriptions de politique économique censées affecter la croissance potentielle par ce seul canal. Ce sont, en effet, les *réformes structurelles*, qui constituent la clé de voute de la politique économique de moyen terme. Les politiques macroéconomiques n'ont, au mieux, qu'un rôle limité de stabilisation macroéconomique de court terme. Et ce rôle est d'autant plus limité qu'un effort de réforme sérieux est censé conduire à l'élimination de la plupart des rigidités qui justifieraient les interventions discrétionnaires de politique monétaire et (rarement) budgétaire.

#### *Les réformes structurelles facteur de croissance*

La doctrine dominante veut que les institutions du marché du travail telles que la négociation collective, un salaire minimum, des lois de protection de l'emploi, le

montant et la durée des allocations chômage constituent autant de rigidités qui rendraient la création d'emplois moins attractive pour les employeurs et la conservation de leur emploi plus attractive pour les travailleurs. Ces institutions auraient ainsi pour effet à la fois une hausse du taux de chômage en empêchant les salaires de baisser et une altération de la distribution des revenus en accroissant artificiellement les salaires relatifs des travailleurs les moins qualifiés.

Les réformes structurelles, en réduisant les imperfections de marché, augmenteraient le taux de croissance potentiel, et créeraient davantage d'espace pour la demande des ménages des entreprises et du gouvernement (une version moderne de la loi de Say). En réactivant et en requalifiant la force de travail, elles permettraient que l'emploi réponde plus vite à une demande de travail plus élevée.

Sur les marchés des biens, en augmentant le degré de concurrence (en réduisant le degré de monopole), elles favoriseraient la réallocation de l'activité des secteurs à faible productivité vers ceux à plus forts gains de productivité (de façon à faire augmenter la productivité moyenne de l'économie). L'introduction de la flexibilité sur les marchés du travail permettrait, simultanément, que la force travail s'adapte à la réallocation de l'activité économique, sans que se créent des goulots d'étranglement qui feraient échouer la transition.

Dans le contexte créé par la crise, seules ces réformes seraient en mesure de rétablir la croissance. La politique budgétaire serait, en effet, contrariée du fait de l'existence d'une dette publique élevée et la politique monétaire aurait un impact forcément limité sur l'investissement et la consommation du fait du désendettement du secteur privé.

Si l'on suit la logique du raisonnement propre à la doctrine dominante et notamment l'hypothèse d'anticipations rationnelles, les réformes structurelles peuvent d'ailleurs être efficaces à court terme dès lors qu'elles conduisent les ménages, forts des résultats attendus à long terme, à anticiper un revenu permanent plus élevé, les entraînant à réduire leur épargne de précaution et à augmenter leur consommation courante (Coéré 2014). Les politiques d'offre viendraient stimuler la demande courante. Sans nier qu'il puisse exister des tendances à la récession liées notamment à des taux d'intérêt réels trop élevés, l'objectif est, alors, de les contrarier en faisant valoir les effets expansionnistes immédiats des réformes structurelles.

La croyance en un tel scénario conduit à réviser l'ordonnancement des réformes. Un ajustement graduel créerait des anticipations déflationnistes et provoquerait une hausse des taux d'intérêt réels, prolongeant l'effet de contraction des réformes. Un ajustement immédiat en stimulant le revenu permanent, créerait, au contraire, des anticipations inflationnistes faisant baisser les taux d'intérêt réels (Coéré 2014).

Cette vision des choses fait écho au débat relatif aux politiques de lutte contre l'inflation, quand il était question de choisir entre une politique brutale et rapide de restriction monétaire au prix d'une hausse forte mais de courte durée du chômage et une politique moins restrictive impliquant une hausse plus modérée mais durable du taux de chômage, éventuellement assortie d'effets d'hystérèse. Elle fait également écho à la façon dont le débat sur l'austérité est conduit, qui a vu s'opposer les tenants d'une thérapie de choc, en l'occurrence d'une austérité drastique, faisant valoir le rôle de la bien nommée 'fée de la confiance', aux tenants d'un retour graduel à l'équilibre budgétaire.

### *Limites d'un consensus*

Si leurs effets bénéfiques à long terme font largement consensus, les réformes structurelles pourraient, toutefois, être à l'origine d'un ralentissement, certes temporaire, de la demande globale, mais susceptible d'engendrer des effets d'hystérèse en entraînant des destructions de capacité de production et des pertes d'employabilité. Il y aurait alors intérêt à éviter de les mettre en œuvre au cours des périodes de récession, quand bien même elles seraient reconnues comme utiles et nécessaires, sinon à les assortir d'une politique budgétaire et monétaire expansionniste. En d'autres termes, les réformes structurelles ne sauraient être complètement dissociées des politiques macroéconomiques et il serait vain et surtout dangereux de rejeter tout activisme de la part du gouvernement (Solow 2004).

Cette inquiétude trouve un écho dans les économies confrontées à la lenteur de la reprise économique, laquelle a fait naître des doutes quant à la pertinence de certains items de l'agenda du consensus en vigueur. Sont ainsi réévalués l'impact de la libération des mouvements de capitaux et celui de la consolidation budgétaire pour en contester le bien fondé précisément dans les périodes de ralentissement de l'activité (Ostry, Loungani et Furceri 2016).

En revanche, les réformes structurelles ne font pas vraiment l'objet d'un débat au sein de l'orthodoxie. La seule concession qui est faite concerne leur calendrier. Les fondements de la théorie dominante ne sont pas questionnés. L'hypothèse seule d'un report des réformes est prise en considération.

La situation actuelle illustre le propos. Quand le taux d'intérêt est à son niveau minimal (est égal à zéro), il apparaît que les anticipations d'une déflation prolongée accroissent le taux d'intérêt réel et dépriment la consommation (Eggertsson et alii 2014). Si l'économie devait ainsi se trouver piégée dans un état de quasi-stagnation du fait de taux d'intérêt nominaux à leur niveau plancher (zéro), ce pourrait être la cause du blocage des réformes structurelles pour des raisons politiques, en l'occurrence la montée en puissance des groupes dits populistes (Summers 2015). Aussi appartient-il à la politique macroéconomique de pallier cette déficience (Eggertsson et alii 2014). En toute logique ce devrait être une politique monétaire, non pas de baisse du taux d'intérêt devenue impossible, mais d'assouplissement quantitatif censée permettre la satisfaction des demandes de crédit des ménages comme des entreprises de nouveau incitées à dépenser. Mais ce pourrait, également, être une politique visant à d'accorder temporairement, sous certaines conditions (taux d'intérêt nul et risque de déflation), des pouvoirs de marché accrus aux entreprises comme aux syndicats, créant ainsi des anticipations inflationnistes qui entraînent une baisse du taux d'intérêt réel et incitent les ménages à consommer (Eggertsson 2012, Eggertsson et alii 2014). Ce résultat plaide en faveur d'un report des réformes pouvant alors consister dans une annonce crédible de leur mise en œuvre à une certaine date dans le futur.

Bien sûr, ce scénario n'a finalement de sens que si les réformes en question permettent effectivement d'accroître la productivité, autrement dit si la concurrence accrue sur les marchés de biens favorise l'innovation et si la flexibilité des marchés de travail favorise la réallocation requise des ressources humaines (Fernandez-Villaverde 2014). Si l'opposition persiste malgré tout entre les défenseurs des mesures de protection des salariés et les tenants de la flexibilité sur le marché du travail, un consensus s'est plus facilement établi, au delà du cercle de l'orthodoxie néo-libérale, pour condamner toute forme de pouvoir de monopole sur les marchés de biens. En particulier, nombreux sont

ceux qui s'accordent pour dénoncer les barrières qui affectent les entrées et sorties d'entreprises et affaiblissent les incitations à innover, notamment dans les économies proches d'une prétendue frontière technologique.

Ce faisant, l'enchaînement possible des événements susceptibles de se produire dans un monde de marchés flexibles est perdu de vue sous couvert d'imaginer l'existence d'un équilibre de long terme idéal. L'idée que l'instabilité pourrait s'installer et obérer la croissance à long terme est perdue de vue.

Aussi convient-il de s'interroger non pas tant sur le calendrier des réformes que sur leurs effets immédiats et plus lointains impliquant de poser la question de la réalité des bénéfices à long terme à en attendre, de la réalité d'un attracteur à long terme dont la configuration est indépendante des déséquilibres ou distorsions de court terme, plutôt que de s'en tenir à ce qui ressemble à une critique interne de la théorie dominante visant seulement à en relativiser certains aspects.

L'hypothèse mérite d'être formulée que les réformes, loin de conduire à une augmentation de la productivité, engendrent de véritables obstacles à l'innovation dont le principal est sans doute des formes renouvelées de dualisme au sein de chaque économie et entre les économies.

#### *Le risque de dualisme*

Les destructions d'emplois qui posent réellement problème concernent les activités en déclin car elles appellent des changements structurels. Ce n'est évidemment pas en gelant ces activités que le problème sera résolu. Des problèmes d'appariement entre offre et demande de travail se font jour. Une mobilité, professionnelle et géographique, des salariés concernés est requise. Réduire la protection de l'emploi et diminuer les salaires pour inciter à la mobilité n'est pourtant pas une solution. La question première concerne ce qu'il advient des ressources en travail dans et hors des entreprises.

Sans doute des entreprises doivent disparaître ou, à tout le moins, sortir de certains marchés parce que ces marchés ne sont plus porteurs ou parce qu'elles en ont été évincées par de plus efficaces. Dans ce dernier cas, il est vraisemblable que les travailleurs licenciés par les perdants pourront de retrouver un emploi chez les gagnants. Dans le premier cas, les entreprises en difficulté mais susceptibles d'évoluer et de se transformer, peuvent avoir intérêt, à conserver les travailleurs. Le recours au chômage partiel, la possibilité d'échanger contractuellement, au sein de l'entreprise, un maintien dans l'emploi contre un allègement du coût salarial, l'effort interne de formation sont autant de facteurs qui permettent à ces entreprises de lisser les fluctuations conjoncturelles de l'activité et surtout de sauvegarder les compétences et avec elle la capacité d'apprentissage.

En l'absence de marchés externes ou internes du travail efficaces, les ressources en travail libérées, loin d'être dirigées vers les activités de haute technologie mieux rémunérées, risquent fort d'être contraintes d'aller vers des activités où les emplois offerts sont peu ou faiblement qualifiés, parfois à temps partiel et le plus souvent précaires. La chute des salaires des travailleurs licenciés de secteurs industriels en difficulté et embauchés en contrats précaires dans des secteurs protégés à faible productivité aura de nombreux effets négatifs. Certes, elle peut contribuer à augmenter la compétitivité des entreprises des secteurs exportateurs dans la mesure où les activités concernées par la baisse des salaires fournissent des biens ou services aux secteurs exposés. Mais ce sera au détriment de la demande domestique faisant ainsi

droit à une stratégie qui s'inscrit *de facto* dans une perspective de nature mercantiliste fondée sur la recherche d'excédents commerciaux permanents.

Cette même chute des salaires peut, en outre, contraindre financièrement les travailleurs concernés qui n'auront, ni le temps, ni les moyens financiers de se former, même s'ils y sont, en principe, incités par le différentiel de salaires avec les travailleurs qualifiés. L'une des principales difficultés nées des restructurations nécessaires vient évidemment du temps nécessaire à l'accumulation du capital humain et au coût irrévocable qui lui est associé. Quand ce coût devient trop élevé au regard de la rémunération courante, l'individu ou le ménage concerné ne peut pas y faire face et ce d'autant que le marché du crédit n'étant pas parfait, il n'est pas possible de gager correctement un emprunt éventuel sur le revenu futur.

La doctrine classique, celle d'avant Keynes, enseignait qu'une diminution des salaires nominaux n'avait pas d'impact sur la demande eu égard à la hausse du volume d'emploi qui devait s'ensuivre. En d'autres termes la demande effective était insensible au taux de salaire nominal. Or, comme le développe Keynes dans *la Théorie Générale* (1936 pp 257-272), cela suppose que resteraient inchangés la propension marginale à consommer, l'efficacité marginale du capital et le taux d'intérêt. Ce qui n'est manifestement pas le cas. Une baisse des salaires nominaux, si elle devait augurer de nouvelles baisses ultérieures, aura pour effet de diminuer l'efficacité marginale du capital. Cette même baisse de salaires, si elle devait attiser la défiance, ne devrait pas se traduire par une baisse du taux d'intérêt permise par l'accroissement des liquidités libérées dès lors que celles-ci viendraient alimenter la circulation financière au détriment de la circulation industrielle pour reprendre ici les termes employés par Keynes dans le *Traité sur la Monnaie* (1931). L'investissement productif est, dans ce cas de figure, doublement pénalisé, par la baisse de l'efficacité marginale du capital et par la viscosité du taux d'intérêt (Leijonhufvud 1981, Dos Santos Ferreira 2014).

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

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

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

Dans ces conditions, cela n'a rien d'étonnant que de constater que les gains de productivité sont aussi faibles aux Etats-Unis et les pays de la zone euro en dépit de leurs différences sensibles en matière de protection de l'emploi, d'intensité de la concurrence sur les marchés de biens et de services, de poids du secteur public et de la fiscalité et d'effort d'innovation (Flash Economy Natixis 352). La montée du dualisme qui caractérise le marché du travail de part et d'autre de l'Atlantique expliquerait cette similitude.

#### *Le faux argument de l'innovation*

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

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

Si l'on veut voir dans la destruction créatrice une simple affaire d'appariement entre offre et demande de travail au sein d'activités nouvelles frappées d'une forte turbulence due à une très forte concurrence, le chômage est un chômage de recherche impliquant que les licenciements concernent des personnels qui ont le plus souvent les qualifications requises et peuvent passer aisément d'une entreprise à l'autre, d'un emploi à l'autre. Les destructions d'emplois sont ici le résultat d'une sélection des entreprises entrées en concurrence les unes avec les autres par le canal de l'innovation. Cette sélection se traduit, en fait, par une redistribution des emplois sans en altérer significativement le nombre total. Les salariés migreront d'autant plus facilement d'une entreprise à l'autre que les mêmes qualifications sont demandées, qui plus est souvent

dans la même aire géographique. Les entreprises gagnantes ou survivantes peuvent, par ailleurs, avoir intérêt à cette mobilité dont elles attendent des transferts de connaissances et de compétences utiles à leurs propres projets. Elles le feront d'autant plus facilement qu'elles sont dans une situation de concurrence monopolistique sur leur marché qui leur assure une clientèle relativement captive. Il peut en résulter une hausse des salaires. Il y a peu de chances, alors, que la protection institutionnelle de l'emploi constitue un véritable obstacle à sa redistribution et puisse devenir un motif de ne pas s'engager dans les activités innovantes tant le marché du travail est efficace. Si les salariés s'attendent à retrouver un emploi facilement, les entreprises peuvent s'attendre à ce que les départs aient lieu sans difficulté majeure. En témoigne ce qu'il advient dans des zones d'emploi spécifiques du fait de la nature des emplois (de haute technologie) proposés et occupés, quoique soumises à des règles porteuses de rigidités : les travailleurs licenciés retrouvent, de fait, très vite sur place un emploi correspondant à leur qualification comme c'est le cas là où les marchés du travail sont beaucoup moins rigides dont la Silicon Valley reste l'exemple emblématique, avec éventuellement comme corollaire une hausse des rémunérations.

Si l'on veut élargir le propos, on observera qu'il existe une dualité de marchés du travail avec d'un côté des marchés internes aux entreprises installées et capables d'innovation souvent incrémentales, et de l'autre des marchés externes caractérisés par une forte mobilité des travailleurs entre des entreprises capables d'innovations disruptives ou radicales avec à la clé le plein emploi et des hausses de salaires. Une telle dualité ne saurait évidemment être confondue avec le dualisme que les réformes structurelles sont susceptibles d'engendrer.

#### **4. Réalités européennes**

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

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

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

La consolidation budgétaire des différents pays est redevenue la norme. Le nouveau pacte budgétaire appelé Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance, entré en vigueur en 2013, se présente même comme un durcissement du Pacte de Stabilité et

de Croissance signé en 1997, obligeant les pays signataires à adopter la règle d'or budgétaire, éventuellement incluse dans leur constitution, et à ramener le montant de dette publique à 60% du PIB dans un délai de vingt ans. Les réformes structurelles ont continué d'être promues et d'être considérées comme une condition de convergence des performances nationales. Quant à la Banque Centrale Européenne, elle recherche éperdument à ce que l'économie retrouve une inflation minimale en priant qu'une abondance de liquidités suffise pour y pourvoir. La dichotomie entre économie réelle et économie monétaire reste la règle. Certes, les banquiers centraux entendent peser sur l'économie réelle, mais c'est en appelant derechef à la mise en œuvre des réformes structurelles, c'est-à-dire en imposant une politique qui repose sur cette dichotomie.

### *Une narration consensuelle*

Le consensus qui se dégage actuellement sur les causes de la crise européenne ne déroge pas à la doctrine dominante (Baldwin et alii 2016). La narration proposée peut être ainsi synthétisée. Des excédents commerciaux sont apparus dans certains pays de la zone euro en même temps que des déficits se sont développés chez les autres. Les flux de capitaux dont ont bénéficié ces derniers ont alimenté des investissements immobiliers et la consommation publique plutôt que des investissements productifs qui auraient été susceptibles de provoquer un retournement de situation, ceci faute de réformes structurelles censées assurer la rentabilité de ces investissements. Les dettes bancaires et les dettes souveraines ont interagi de telle sorte que les craintes quant à la solvabilité des banques ont attisé celles sur la solvabilité des gouvernements et vice-versa, créant les conditions d'une stagnation. La faute incomberait à la prédominance du financement bancaire dont la conséquence serait la transmission des problèmes des banques à l'ensemble de l'économie, mais aussi à la rigidité des marchés de facteurs et de biens qui rendrait la restauration de la compétitivité lente et coûteuse en termes de produit et d'emploi. Dettes excessives et imperfections de marché, qui sont autant d'écarts par rapport à un monde dichotomique idéal, continuent d'être pointées du doigt.

Il reste que le fait dominant et le principal reproche formulé tiennent à l'absence de mécanismes qui auraient pu modérer les divergences de performance. C'est bien de cette question qu'il importe de partir : elle prend racine dans la façon dont les économies nationales répondent aux déséquilibres auxquels elles ont été et sont confrontées, à commencer par l'Allemagne dont le modèle se veut exemplaire.

### *Le modèle allemand ou la dualité en exemple*

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

Les réformes structurelles concernant le marché du travail conduites dans les années 2000 pourraient sembler s'inscrire dans cette tradition. Toutefois, elles n'ont touché

qu'un segment de ce marché et ont eu pour conséquence l'émergence d'un dualisme certes susceptible de favoriser la compétitivité des entreprises allemandes sur les marchés mondiaux, mais aussi de creuser les inégalités et d'affaiblir la demande interne en contradiction avec l'un des principes de l'ordo-libéralisme (ou de l'économie sociale de marché), précisément celui de la préservation d'une relative égalité. Il est difficile, dans ces conditions, de reconnaître à l'Allemagne une totale continuité comme d'en faire l'exemple sans ambiguïté des succès de la doctrine dominante. Le pays demeure ce que Hall et Soskice (2001) ont appelé une économie de marché coordonnée.

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

Au terme de cette phase qui coïncide avec l'introduction de l'euro au début des années 2000, les choix de politique économique changent. La priorité est donnée à la résorption du chômage et à la relance de la croissance grâce au développement des exportations. Une concession est, alors, faite à la doctrine avec la réalisation de réformes touchant au fonctionnement du marché du travail et impliquant d'en accroître la flexibilité. Dans le même temps, cependant, grand soin est pris des performances du secteur industriel exportateur dont les mécanismes organisationnels et institutionnels, caractéristiques d'une économie coordonnée au sens de Hall et Soskice (2001), ne sont pas véritablement bouleversés (Carlin et Soskice 2009). Les relations entre employeurs et employés dans ce secteur restent des relations de long terme, les employeurs préférant des redéploiements internes, la négociation sur le temps de travail, l'apprentissage interne et le recours au chômage partiel plutôt que de s'en remettre au jeu des marchés externes du travail. Quitte pour les travailleurs à faire des concessions salariales en contrepartie de la sécurité de l'emploi. Les blocs d'actionnaires, dont l'engagement permet aux relations de long terme entre employeurs et employés d'exister, sont restés stables dans ces mêmes secteurs. Certes, des changements se sont produits dans la gouvernance des entreprises, marqués par plus de transparence et un engagement plus important des investisseurs, domestiques et étrangers, mais sans qu'il y ait de leur part une intervention active sur des choix stratégiques dont ils étaient, en réalité, satisfaits.

Le regain de croissance observé, essentiellement fondé sur le développement des exportations, est le résultat de stratégies industrielles sophistiquées suivies par les entreprises qui ont eu un effet sur le fonctionnement des marchés de travail (Hope et Soskice 2016). L'externalisation des activités de production intensives en travail dans les pays d'Europe centrale et orientale s'est traduite, non seulement par un abaissement des coûts de production des produits finals assemblés en Allemagne, mais aussi par une réduction du pouvoir de négociation des travailleurs allemands peu qualifiés entraînant une pression à la baisse de leurs salaires. Cette pression, résultant à la fois de l'externalisation de la production de composants industriels, des réformes structurelles et des concessions faites par les travailleurs protégés, a pu contribuer, à la marge, aux gains de compétitivité des entreprises du cœur industriel, mais surtout parce que les baisses toutes relatives de coût unitaires du travail se sont traduites par des hausses de

marge plus que par des baisses de prix. Elle a, également, permis de renforcer sensiblement la compétitivité-prix des entreprises de secteurs employant des travailleurs peu ou pas qualifiés. Mais elle a surtout affaibli significativement la demande interne, un affaiblissement qui a pu affecter les exportations des principaux pays concurrents, à commencer par les autres pays de la zone euro. Elle est, en outre, à l'origine d'un dualisme accru laissant un large groupe, composé de travailleurs peu qualifiés, d'immigrants et de travailleurs des régions de l'Est, en dehors des bénéficiaires de l'Etat-providence.

### *Le modèle français ou la cohérence rompue*

Le modèle français s'inscrit dans une tradition étatiste. Les exigences induites par la création du marché commun ont conduit l'Etat, dans les années 1960, à se faire l'artisan d'une politique industrielle consistant à promouvoir la constitution de grands groupes, multi-activités et multinationaux, dans un certain nombre de domaines clés de l'industrie (sidérurgie, métallurgie, chimie, matériaux, aéronautique, construction électrique et mécanique, énergie, environnement). Ces groupes bénéficient de forts soutiens publics et de l'accès à des financements administrés garantissant la possibilité d'effectuer des investissements longs.

La rupture intervient dès la fin des années 1980, quand le choix est fait, à la fois de la désinflation compétitive et de la libéralisation du système financier pour répondre à des contraintes extérieures. Il s'ensuivra une longue période de taux d'intérêts élevés dans un moment de recomposition des structures industrielles par ailleurs affectées par le mouvement de privatisation des grandes entreprises.

La question posée dès cette époque était de savoir si les conglomérats conservaient leur avantage quitte, naturellement, à disposer d'un cœur de compétences commun aux différentes activités et à en faire évoluer le portefeuille, ou s'il était opportun de segmenter activités et entreprises en réponse aux contraintes de la valorisation financière des actifs. C'est le deuxième terme de l'alternative qui a fini par prévaloir dans nombre de cas en France, que l'on soit en présence d'un choix voulu par les dirigeants de l'entreprise ou d'un choix contraint par la finance dans un contexte institutionnel marqué par la fin des financements administrés et la montée en puissance des marchés financiers. Les noyaux d'actionnaires supposés être des noyaux durs, autrement dit un actionnariat permanent des conglomérats issus des opérations de dénationalisations, n'ont résisté, ni à l'acceptation par les dirigeants des règles de gouvernance consistant à s'aligner sur l'intérêt des actionnaires, ni à l'exigence de marchés financiers de plus en plus dominés par des fonds de placement. Les démantèlements se sont succédés, les fonds étrangers sont de plus en plus largement entrés au capital des entreprises nationales et, ultime développement, les sièges sociaux ont été délocalisés. Ainsi un modèle, qui avait quelque parenté avec le modèle allemand quoique reposant sur des prémisses institutionnelles différentes, a vu sa cohérence rompue.

Ne sont alors restées, des grandes entreprises multinationales qui avaient vu le jour dans les années 1960 et 70, que celles qui servent des marchés locaux de par le monde et contribuent finalement assez peu aux exportations, celles qui ont délocalisé l'essentiel de leurs chaînes de production dans les pays à bas coûts, celles enfin qui sont de largement devenues pourvoyeuses de services haut de gamme pour des productions manufacturières principalement effectuées dans les pays étrangers. Cette évolution constitue l'une des dimensions d'une désindustrialisation dont la principale conséquence est un affaiblissement des capacités exportatrices de l'économie française

au moment où celle-ci devait accepter les contraintes de la marche vers une monnaie unique et son adoption la privant des possibilités offertes par la dévaluation.

L'autre dimension du problème tient à l'incapacité des petites entreprises à croître et à se développer pour devenir des entreprises de taille intermédiaire à forte capacité exportatrice, enserrées dans un tissu dense de relations contractuelles avec leurs donneurs d'ordre. Trop souvent les dirigeants des petites entreprises ont fait le choix de rester petites. Trop souvent de telles entreprises ont été absorbées par de grands groupes, perdant par là même leur identité et leur capacité innovatrice. Trop souvent leur capacité d'accès aux financements externes est apparue trop faible.

A ces dimensions de nature financière vient s'ajouter une dimension que l'on peut qualifier de réelle qui tient à ce qu'il est advenu du marché du travail. La politique systématique d'abaissement des charges sur les bas salaires en vue de contenir le chômage a eu pour conséquence d'inciter les entreprises à privilégier le travail non qualifié et à retarder des efforts nécessaires d'investissement de modernisation de leur appareil productif. L'organisation de la formation professionnelle, initiale et continue, s'est traduite une pénurie relative de techniciens supérieurs voire d'ingénieurs exerçant effectivement le métier auquel ils ont été formés. La conséquence est une défaillance des marchés de travail qui ne permettent pas les réallocations nécessaires de ressources pour des raisons plus complexes qu'un simple manque de flexibilité.

#### *La convergence avortée*

La nouvelle synthèse alliant thèse classiques et thèses néo-keynésiennes prédisait la convergence des performances réelles des économies européennes en raison de l'application des préceptes de politique monétaire anti-inflationniste au niveau de la zone euro, de discipline budgétaire et de réformes structurelles dans les différents Etats membres. Les divergences observées démentent cette prévision. Le débat porte sur le point de savoir s'il faut les attribuer aux retards mis dans la mise en œuvre des réformes structurelles ou aux insuffisances de demande dont ces réformes seraient responsables. Sans doute la réponse est-elle plus complexe dans la mesure où il n'est guère pertinent de vouloir opposer ainsi offre et demande. Il semble clair que les règles adoptées ont conduit à négliger la question de la stabilité tout en introduisant la possibilité d'une rivalité compétitive entre les pays.

Les règles de gestion publique établies par les traités se sont imposées au détriment de choix discrétionnaires des Etats commandés par les exigences du débat démocratique, illustrant singulièrement le paradoxe de la mondialisation qui veut que l'on ne puisse avoir simultanément libéralisation des échanges, régulation publique dévolue aux Etats, et processus démocratique de décision (Rodrik 2011). Ces règles concernent essentiellement, comme on le sait, la gestion de la monnaie unique et des budgets nationaux. Elles privent l'Europe d'une arme essentielle du pouvoir monétaire qui est la qualité de prêteur en dernier ressort de la Banque Centrale. De ce fait, elles limitent, en principe, la capacité d'endettement public des pays membres, qui, d'ailleurs, en pourcentage du PIB, reste bien inférieure en moyenne (93%) à celle des Etats-Unis (106%) et similaire à celui du Royaume Uni (89%) et ne diverge pas fortement entre les principaux pays membres (figure 1).

Mais là n'est peut-être pas le point le plus important. Ces mêmes règles ont introduit une forme de subsidiarité consistant à confier à l'Union européenne le soin de conduire la politique macroéconomique et aux Etats non seulement celui de veiller au fonctionnement concurrentiel des marchés, mais aussi de fixer à leur guise les

législations fiscales et sociales. Les conditions étaient ainsi créées d'une concurrence fiscale et sociale exacerbée entre les pays de l'Union européenne, laquelle s'est notamment, traduite par un creusement des écarts de coûts unitaires du travail. Ce creusement résultant manifestement, entre 1999 et 2007, des réformes du marché du travail accomplies en Allemagne est loin d'avoir été comblé entre 2008 et 2015 en dépit des contraintes imposées du fait de la crise (figure 2).

Loin d'avoir concouru à la convergence des performances réelles, les règles en vigueur ont conforté les déséquilibres structurels et créé les conditions d'une divergence croissante en termes de taux de chômage et de solde courant du commerce extérieur (figures 3, 4 et 5), rendant les arbitrages entre pays et la coordination de leurs politiques économiques de plus en plus difficiles. Elles n'ont pas eu les effets de neutralité qui en étaient attendus. En particulier, les excédents commerciaux des uns, de l'Allemagne notamment, se sont accompagnés d'un afflux de capitaux chez les autres, en Espagne et en Grèce particulièrement, qui les ont affecté à la consommation publique ou à des achats immobiliers plutôt qu'à l'investissement productif, avec pour conséquence de pérenniser et même d'aggraver les excédents des premiers et les déficits des seconds.

Certes, l'argument présenté est qu'en Espagne ou en Irlande le boom dans le secteur de l'immobilier serait dû au fait que les autres investissements n'étaient pas attractifs en raison des barrières à l'entrée, du manque de concurrence et de la faiblesse du capital humain, autrement dit en raison de l'absence de réformes structurelles. L'on soutient, alors que la mise en œuvre de ces réformes serait susceptible de rendre les investissements productifs rentables dans le futur, de stimuler la demande à rebours des effets présumés négatifs (Fernandez-Villaverde 2014). Mais c'est, comme nous le verrons, poser des hypothèses bien hasardeuses sur les incitations à innover, et faire bon marché des conditions requises de coordination dans un contexte d'incertitude radicale, quand il est question d'allonger l'horizon temporel des entreprises comme celui des détenteurs de capitaux.

### *La stabilité menacée*

La flexibilité des marchés, couplée avec l'affaiblissement des stabilisateurs automatiques que constituent les formes avancées de protection sociale, apparaît comme un facteur de fluctuations éventuellement fortes et d'instabilité globale (Creel et Saraceno 2010). Ces fluctuations peuvent, certes, être considérées comme normales sinon optimales et avoir concrètement pour effet de sélectionner les meilleurs projets et les meilleures entreprises (Phelps 2013). Mais si l'on entend les lisser et privilégier la stabilité, la question se pose du meilleur moyen d'y parvenir.

L'Europe, après la guerre, a fait le choix de mettre en place un Etat-providence très développé et donc de puissants stabilisateurs automatiques. Par la suite, le traité de Maastricht, fondateur de l'Union Économique et Monétaire, a limité le rôle de la politique économique en instituant des règles budgétaires et monétaires. Ce choix pouvait apparaître cohérent tant que le modèle social européen, et donc le fonctionnement des stabilisateurs automatiques, n'étaient pas remis en cause. Ce ne pouvait plus être le cas quand les réformes structurelles tendant à rendre les marchés plus flexibles sont devenues le second pilier de la gouvernance européenne. La capacité du système d'amortir les fluctuations ne pouvait que régresser et sa cohérence se perdre. L'exigence de stabilité a été perdue de vue.

Aux Etats-Unis, où les marchés sont flexibles, l'objectif visant à stabiliser les fluctuations et à contenir le chômage continue de prévaloir tant en matière monétaire que

budgétaire. Les politiques conjoncturelles sont très réactives. En d'autres termes, le choix politique a été fait de réduire au minimum la capacité stabilisatrice du système social, mais pour confier cette capacité à la politique économique.

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

Des réformes structurelles conduisant à une plus grande flexibilité des marchés de biens et du travail ne résoudre pas ce problème, car ne s'attaquant pas réellement à la cause de la divergence de performances qui est une allocation inefficace, sinon perverse, de l'excédent d'épargne des pays les moins touchés. Non seulement, elles ont des effets conjoncturels amplifiant la récession, mais elles ne créent pas les incitations à investir et à innover que l'on en attend faute d'élargir l'horizon temporel des entreprises comme des ménages. Dans ces conditions, l'exigence de stabilité devrait l'emporter sur la requête de plus de flexibilité (De Grauwe et Ji 2016). Cela signifie que les stabilisateurs automatiques doivent être préservés et que les politiques macroéconomiques doivent être actives quand il est question de faire face à ces chocs structurels inhérents au capitalisme industriel. Il reste que les écarts d'amplitude posent un problème redoutable de coordination des politiques nationales.

### *La parenthèse budgétaire*

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

degré de stabilisation (automatique) offert par les filets sociaux de sécurité, ce qui n'est pas sans rapport avec ce qu'il advient des réformes structurelles.

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

La crise ouverte en 2008 a, cependant, donné lieu à une réelle inflexion. Dès que la politique monétaire est apparue inopérante, des plans de relance budgétaire ont été mis en œuvre. Les pays de la zone euro n'ont pas fait exception même si les mesures prises ont été plus timides qu'aux Etats-Unis ou dans les autres pays avancés ainsi que le montre l'évolution des soldes primaires structurels (figure 5).

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

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

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

### *L'illusion monétaire*

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

sur des prêts consentis aux ménages ou aux entreprises, sans que cela n'ait, dans l'immédiat, d'effet significatif de relance de l'activité.

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

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

## **5. Retour à Keynes ou la dichotomie en question**

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

Les modèles de la nouvelle macroéconomie classique comme ceux de la nouvelle macroéconomie keynésienne, tous deux d'inspiration walrasienne, fondés sur le postulat de marchés continuellement équilibrés, ne permettent pas cette sorte d'analyse, ce dont Walras lui-même faisait état. «Il est, à cet égard, du marché comme d'un lac agité par le vent et où l'eau cherche son équilibre sans jamais l'atteindre. Il y a pourtant des

jours où la surface du lac est presque horizontale ; mais il n'y en a point où l'offre effective des services et des produits soit égale à leur demande effective et le prix de vente des produits égal à leur prix de revient en services producteurs. Le détournement des services producteurs des entreprises en perte vers les entreprises en bénéfice s'effectue par des moyens nombreux dont le jeu du crédit est un des principaux, mais, en tout cas, par les moyens lents, (...) Et de même que le lac est parfois profondément troublé par l'orage, de même aussi le marché est parfois violemment agité par des crises, qui sont des troubles subits et généraux de l'équilibre » (Walras 1874 p. 580 cité par Laidler 2010).

### *La macroéconomie avant Keynes*

La macroéconomie qui prévaut avant la Grande Dépression n'est autre que la version simplifiée de la théorie de l'équilibre général des marchés conçue par Walras. Elle postule l'existence d'un mécanisme d'ajustement instantané des prix censé assurer une totale et immédiate coordination, autrement dit un équilibre spontané entre offre et demande sur le marché des biens, sur le marché des fonds prêtables (du crédit ou des nouvelles émissions de titres) et sur le marché du travail. Suivant ce modèle, un excès de l'offre de biens sur la demande devrait être résorbé par une baisse du prix, un excès d'épargne faisant suite à une chute de l'investissement devrait être résorbé par une baisse du taux d'intérêt. Un excès de l'offre de travail devait être résorbé par une diminution du taux de salaire. Les mécanismes de formation des prix sur le marché sont seuls en cause sans qu'il soit question ni de réelles interactions entre les différents marchés, ni d'enchaînements cumulatifs. Le monde ainsi décrit est, en outre, un monde dichotomique dans lequel secteur réel et secteur monétaire sont dissociés. Préférences individuelles et propriétés des technologies sont les données fondamentales sur la base desquelles sont fixés les prix relatifs et les quantités offertes ou demandées de chaque bien. La quantité de monnaie en circulation détermine uniquement le niveau général des prix et n'interfère donc pas avec les prix relatifs et les quantités échangées. Cette monnaie n'est qu'un voile. Dans ce monde, les chocs monétaires n'ont pas d'effets réels et les chocs réels n'ont pas de conséquences monétaires (Leijonhufvud 1981).

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

### *Les effets réels de chocs monétaires*

La monnaie n'est pas absente des réflexions sur l'origine et le déroulement des fluctuations. Wicksell (1898), dont les travaux sont à l'origine d'un courant de pensée aux multiples ramifications (Laidler 2007, Leijonhufvud 1981) propose une théorie des fluctuations qui retient comme cause première les chocs exogènes de productivité, mais souligne aussi le rôle potentiellement amplificateur et perturbateur des facteurs proprement monétaires. Il entend, en effet, montrer en quoi les écarts entre le taux d'intérêt naturel, qui reflète la productivité du capital investi par les entreprises, et le taux d'intérêt du marché (le coût du capital) fixé par les banques – sont générateurs de distorsions. Quand les perspectives de profit sont meilleures, le taux d'intérêt naturel augmente et les entreprises décident d'investir plus. La hausse de la demande de fonds prêtables qui en résulte devrait faire face à une hausse équivalente de l'offre de fonds prêtables (de l'épargne). Ceci pourvu que les banques s'en tiennent à une stricte activité

d'intermédiation et n'injectent pas de crédits supplémentaires, ce qui suppose qu'elles augmentent leur taux d'intérêt pour le garder au niveau du taux d'intérêt naturel. A défaut, l'investissement excède l'épargne, la demande excède l'offre de biens aboutissant à une hausse des prix qui persiste tant que le taux d'intérêt du marché reste inférieur au taux naturel. Les choix monétaires et financiers affectent l'économie réelle mais seulement parce qu'ils sont inadaptés.

Hayek (1931, 1933) met à son tour l'accent sur les dysfonctionnements du système financier qu'il attribue, comme Wicksell, à des écarts entre le taux d'intérêt naturel et le taux fixé par les banques, mais pour en analyser les effets réels sur la structuration de l'activité entre production de biens capitaux et production de biens de consommation. Suivant son analyse, quand le taux d'intérêt est inférieur à sa valeur naturelle (sa valeur de neutralité), les entreprises sont encouragées à emprunter auprès des banques pour investir. Les facilités de crédit ainsi accordées conduisent à une distorsion dans la distribution des ressources en faveur des biens capitaux et au détriment des biens de consommation, qui s'analyse comme forme d'épargne forcée, en même temps qu'à une hausse des prix. Un déséquilibre existe qui tient à ce que les volumes investis vont au delà de la volonté des agents de sacrifier la consommation courante au bénéfice de la consommation future. Quand l'erreur est perçue, la production de biens d'équipement chute, le boom arrive à son terme et le chômage se développe.

Cette analyse capture certaines des caractéristiques d'une économie réelle, à savoir, concrètement, l'excès de production dans des secteurs comme l'immobilier de bureaux ou les équipements de haute technologie. Elle met en évidence l'existence de comportements tels que l'investissement est trop élevé au regard de la consommation. Mais les fluctuations restent d'origine purement monétaire et il n'y a pas de place pour une intervention publique sinon pour veiller à maintenir la concurrence sur les marchés et prévenir les dérives du système bancaire. Les perturbations, quand elles existent, viennent du comportement du secteur bancaire.

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

#### *L'interaction entre les facteurs réels et monétaires*

La position de Keynes constitue une véritable rupture avec la vision macroéconomique qui précède. Son principal message dès le *Traité sur la Monnaie* (1931) et dans *La Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie* (1936) est qu'il existe une étroite imbrication entre les phénomènes monétaires ou financiers et les phénomènes réels censés refléter l'état des technologies et des préférences. Toutes les variables sont influencées par les comportements monétaires et financiers. Prix et salaires sont exprimés en unités monétaires. Ils peuvent dévier de leur position d'équilibre pour de longues périodes sans que cela ne reflète une illusion monétaire, des anticipations irrationnelles ou des asymétries d'information (Tobin 1995). De ce fait, les marchés de

biens et du travail, d'un côté, et les marchés financiers ou les marchés de crédit, de l'autre, sont étroitement dépendants les uns des autres. Ce sont, en outre, des marchés de concurrence imparfaite. Aussi analyser les causes du chômage et des fluctuations, comprendre la durée d'une récession suppose-t-il d'identifier le rôle joué, à la fois, par la monnaie et les imperfections de marché dans les choix opérés par les agents économiques.

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

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

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

Le modèle de la *Théorie Générale* introduit une différence éventuellement lourde de conséquences, non pas seulement parce qu'il traite du niveau du produit et de l'emploi, mais aussi parce qu'il retient comme seule explication de la détermination du taux d'intérêt la théorie de la préférence pour la liquidité (Leijonhufvud 1981). L'épargne est passive et déterminée par l'investissement via le revenu : le comportement d'épargne n'intervient en rien dans la détermination de l'accumulation du capital et de la croissance. Il arrive seulement qu'une propension à épargner plus élevée conduit à un niveau moins élevé du produit et de l'emploi pour un niveau donné de l'investissement, ce que l'on dénomme le paradoxe de l'épargne. L'investissement est gouverné par les 'esprits animaux' des entrepreneurs. Le taux d'intérêt est uniquement déterminé sur le marché secondaire des titres par la préférence pour la liquidité, soit comme résultat

d'un arbitrage entre monnaie et titres. Les détenteurs de titres sont seulement intéressés aux prix futurs de ces titres et n'ont plus aucune raison de considérer les forces réelles de la productivité et de l'épargne. Toute référence à un taux d'intérêt naturel (même un pseudo taux naturel) est abandonnée et, avec elle, toute préoccupation quant aux conditions de croissance. De quelque manière, le taux d'intérêt est privé de son rôle de coordination entre l'investissement et l'épargne. Il ne constitue plus une variable significativement importante. La théorie monétaire n'a plus de réelle finalité.

### *La croissance en question*

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

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

Il n'est pas étonnant, dans ces conditions, que, pour les keynésiens eux-mêmes, la rigidité des salaires redevienne l'explication privilégiée du chômage, l'explication faisant référence à la préférence pour la liquidité devenant un cas limite (Modigliani 1944). La discussion ne porte plus alors que sur les moyens politiques d'y pallier. Le taux d'intérêt, soit n'exerce pas de véritable influence, soit est, implicitement, un taux naturel.

Sur un plan strictement formel, la configuration de positions d'équilibre l'emporte sur l'analyse de la séquence des événements. Pourtant la leçon générale, qui aurait dû être tirée de l'analyse de la Grande Dépression mais valable en toutes circonstances, est que les réactions aux déséquilibres perceptibles à court terme façonnent le profil de l'économie à long terme, signifiant que la monnaie ne peut jamais être neutre pas plus que la configuration des marchés de biens et du travail ne peut être indépendante des choix monétaires et financiers. Keynes n'écrivait-il pas dès 1923 que « le long terme est

un guide trompeur pour les événements actuels. A long terme nous serons tous morts. Les économistes se donnent une tâche trop facile et trop inutile si, dans une période orageuse, ils se contentent de nous dire que quand la tempête est passée l'océan redevient calme » (Keynes 1923, p. 65).

Le keynésianisme de la synthèse néo-classique présente ce défaut d'introduire une séparation entre le court et le long terme, entre la conjoncture et la croissance, entre les forces de la demande et les forces de l'offre. Or, dans une économie en croissance, soumise à des chocs structurels récurrents en situation d'incertitude, les salaires et les prix dévient de leurs valeurs d'équilibre pour de longues périodes de temps, contraintes réelles et monétaires surgissent, signifiant par là même que variables réelles et monétaires interagissent. En fait, il n'existe pas, en général, de variables réelles, mais seulement des variables d'une économie monétaire (Dos Santos Ferreira 1974, Tobin 1995). Aussi la monnaie n'est neutre ni à court terme, ni à long terme. La réallocation des ressources réelles requises pour s'adapter à des chocs structurels est le résultat d'une interaction entre choix réels et choix financiers. De même qu'en période de dépression, la sortie de crise requiert, selon Keynes, de verser des allocations chômage pour que les ménages puissent communiquer une demande de biens au moyen de signes monétaires, en présence de chocs structurels, pour en capter les gains et retrouver le chemin de la croissance des conditions doivent exister pour que soient mobilisées les ressources financières nécessaires.

Cette perception des choses était implicitement présente dans l'explication proposée par Tobin (1972) de l'augmentation simultanée de l'inflation et du chômage, alternative à l'explication monétariste, et dans sa critique de la notion de taux de chômage naturel. Cette explication reposait sur l'observation de la permanence et la récurrence de l'hétérogénéité d'une économie, soumise à un choc structurel, et partagée, de ce fait, entre des secteurs en expansion et des secteurs en déclin. L'hypothèse formulée par Tobin est que les entreprises appartenant au premier type de secteur réagissent en augmentant les salaires et les prix plutôt que les quantités et l'emploi alors que celles relevant des secteurs du deuxième type réagissent à l'inverse en diminuant les quantités et l'emploi plutôt que les salaires et les prix. Sous cette hypothèse, une dispersion accrue des demandes excédentaires nettes, qui résulte de chocs structurels, ne peut que déboucher sur une hausse simultanée du taux d'inflation et du taux de chômage. L'asymétrie ici présumée n'est pas le fait de défaillances de marché ou de comportements irrationnels. Elle rend compte avant tout de l'incertitude radicale (au sens de Keynes) à laquelle sont confrontés les entreprises.

Elle rend compte par là même de la dimension monétaire et financière du problème. Le choix d'augmenter les prix plutôt que les quantités tient, certes, au fait que les nouvelles capacités de production ne sont pas immédiatement disponibles et que du temps est nécessaire pour les construire (Hicks 1973). Mais il tient aussi au refus des entreprises, faute pour elles de détenir une information suffisante, d'épuiser leur capacité d'endettement, refus qui est le reflet de la réticence à s'engager et d'une préférence pour la liquidité entendue comme l'expression d'un choix séquentiel, le choix de préserver la gamme de choix futurs la plus large possible (Hicks 1974).

Il existe ainsi un taux d'inflation et un taux de chômage d'équilibre révélateurs de l'état global et de la structure de l'économie. L'un et l'autre peuvent être établis à court terme, mais ils changent en continuation en même temps que change la structure de l'économie, quand des industries apparaissent et d'autres disparaissent sous l'effet des innovations et que changent corrélativement les comportements monétaires et

financiers. Le taux de chômage qui n'accélère pas le taux d'inflation (le 'NAIRU') n'a pas vocation à être qualifié de naturel ou d'optimal. Il dépend des caractéristiques institutionnelles des marchés, mais aussi de la distribution des offres et demandes sectorielles et non de simples comportements de maximisation de l'utilité (Tobin 1995).

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

## **6. La macroéconomie de long terme revisitée**

Les changements structurels propres à une économie capitaliste de marché se déroulent dans une économie monétaire et de concurrence imparfaite qu'il est arrivé à Keynes de qualifier d'économie monétaire de production. Les imperfections de la concurrence ont, entre autres, comme conséquence que s'établissent des prix monétaires essentiellement différents des prix d'équilibre walrasiens. Elles s'inscrivent dans un contexte où les choix monétaires et financiers sont décisifs des orientations prises et donc des choix réels y compris les choix technologiques.

### *Concurrence imparfaite et performances macroéconomiques*

Les déséquilibres de marché inhérents à une économie soumise à des chocs structurels ouvrent nécessairement la voie à des formes qualifiées d'imparfaites de la concurrence et à l'exercice de pouvoirs de marché (Arrow 1959). Keynes n'a jamais négligé cet aspect de l'évolution même s'il a choisi, dans la *Théorie Générale*, de s'en tenir à l'hypothèse de pleine concurrence sur le marché des biens. Aussi la question est-elle posée de la forme de marché la plus appropriée à garantir le meilleur résultat possible. Solow (1998) a pu ainsi souligner que la concurrence imparfaite ou monopolistique, signifiant que l'entreprise contrôle son propre prix, constituait le fondement microéconomique de la macroéconomie et 'l'habitat naturel' de la théorie de Keynes. Sans doute faut-il aller plus loin et considérer qu'il s'agit non seulement de l'état normal de l'économie de marché sur lequel bâtir l'analyse macroéconomique, mais aussi d'un état possiblement efficace au regard de l'objectif d'innovation.

Suivant les différents modèles de macroéconomie en concurrence imparfaite (Silvestre 1993), la demande de travail dépend négativement du taux de salaire réel comme c'est le cas en concurrence parfaite. Mais, pour un même taux de salaire réel, le niveau d'emploi est plus faible en situation oligopolistique qu'il ne l'est en situation de concurrence parfaite pour la raison simple que l'offre de biens et par suite la demande de travail sont supposées plus faibles dans le premier cas. Sur un marché de concurrence oligopolistique, il peut même y avoir un chômage involontaire à un taux de salaire nul alors que le marché du travail est parfaitement concurrentiel (D'Aspremont, Dos Santos Ferreira et Gérard-Varet 1989, 1990). Aussi, en vue de réaliser le plein emploi, devrait-on effectivement procéder à des réformes visant à rendre plus concurrentiels les marchés de biens pour aboutir à une baisse des prix, une hausse du pouvoir d'achat et une hausse de la production et de l'emploi. Cette analyse reste celle d'une 'économie d'échange réel', et non d'une 'économie monétaire de production', pour

reprendre une expression employée par Keynes dans les travaux préparatoires de la *Théorie Générale*. Ce faisant, elle ignore ce qu'est vraiment un monde imparfait en continuant de privilégier comme référence ultime l'état de pleine concurrence sans s'appesantir sur la façon dont se déroulent les événements, impliquant de ne pas reconnaître de fonction spécifique au gouvernement ni de s'interroger sur le possible intérêt des imperfections dans la conduite des processus d'innovation.

Aussi, la première observation pertinente est, sans doute, que même si une médiocre performance macroéconomique peut être imputée à des imperfections de marché, il ne s'ensuit pas que la politique économique doive viser à les éliminer ou à les neutraliser. Elle devrait bien plutôt s'attacher à en pallier les effets au moyen de dispositifs spécifiques et compensatoires. C'est ainsi qu'au lieu d'éliminer des réglementations devenues un obstacle à l'embauche, ce qu'entendent faire les réformes structurelles, il vaudrait mieux prendre des mesures actives de politique économique visant à accroître l'emploi (Solow 2004).

Il y a plus. Rien ne permet, en effet, d'affirmer, en principe, qu'en longue période, quand les entreprises, confrontées au choix d'innover, doivent faire face à une incertitude radicale, la production et l'emploi sont plus faibles sur un marché du produit oligopolistique que sur un marché atomistique. 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). Au seul vu de cette proposition, la question se pose de savoir comment ces entreprises établissent leurs anticipations et, plus précisément, comment chacune d'entre elles prévoit les quantités produites par les autres, autrement dit comment elles se coordonnent. Cela concerne les entreprises aux activités complémentaires mais aussi celles qui sont en concurrence entre elles.

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

Or cet objectif ne peut être atteint que par le moyen d'arrangements organisationnels relevant de ce qu'il est convenu d'appeler des imperfections de marché incluant rigidités de prix et diverses formes d'accords ou de collusions devenus la condition pour innover (Schumpeter 1941, Richardson 1960).

#### *Engagement financier et croissance*

Mettre ainsi au centre de la réflexion, non plus le marché du travail, mais les marchés de biens en situation de concurrence imparfaite conduit à poser la question de

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

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

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

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

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

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

Ainsi, il en est de la flexibilité des marchés financiers comme de celle des marchés de biens et du travail : elle est loin de devoir constituer la référence qui doit guider les réformes structurelles.

#### *A propos de la flexibilité*

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

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

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

Ainsi, les réformes structurelles requises ne sauraient être opérées sans avoir la connaissance de la nature d'une évolution rythmée par des innovations dans une économie dont toutes les variables ont une dimension monétaire et financière. Rétablir une dichotomie entre le réel et le monétaire impliquant de ne juger l'impact de ces réformes qu'en se référant au degré de concurrence sur les marchés de biens et du travail est forcément une impasse théorique et empirique.

## 7. Vers une nouvelle donne en Europe

Les choix politiques effectués, qui ont abouti à un marché unique et à une monnaie unique, font de l'Europe l'espace le plus intégré qui soit à partir de la mosaïque initiale d'Etats-Nations et une sorte de modèle réduit de la mondialisation. Ils en font aussi un système potentiellement instable.

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

L'objectif doit être de favoriser une convergence des performances macroéconomiques réelles. L'échec actuel à atteindre cet objectif conduit à s'interroger sur les moyens d'y parvenir, en fait sur la nature des réformes structurelles et des politiques globales à conduire en commun. Actuellement, dans le cadre de la doctrine dominante, il est avant tout question de compétitivité des nations impliquant pour celles qui sont déficitaires d'abaisser leurs coûts salariaux pour baisser leurs prix et gagner des parts de marché à l'exportation. Les réformes structurelles sont censées contribuer à ces gains de compétitivité coûts mais aussi à des gains hors coûts en favorisant hausse des marges et des investissements. La difficulté vient de ce que ce dernier objectif ne puisse pas être atteint. Non seulement parce qu'il y aurait dans l'immédiat une dégradation de la croissance, mais surtout parce les réformes utiles seraient d'une autre nature que celles systématiquement mises en avant. Celles-ci devraient être efficaces dans le sens de favoriser le choix des entreprises d'innover. La politique monétaire et financière entre naturellement dans le dispositif, mais moins dans la perspective d'abaisser le coût du crédit que pour l'orienter vers les investissements productifs.

### *La réforme bancaire et financière*

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

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

Certes, la crise financière et la crise de la dette ont rendu nécessaire de renforcer les exigences prudentielles, de mieux protéger les déposants et de fixer des règles de gestion des banques défailtantes, ce à quoi répondent le Mécanisme de Surveillance Unique, le Mécanisme de Résolution Unique et le projet d'un système européen de garantie des dépôts. Mais il importe tout autant de veiller à ce que les établissements financiers soient effectivement en mesure d'exercer leur métier de financement de l'innovation qui appelle des engagements longs, impliquant notamment pour ces établissements d'être davantage tolérants en cas de mauvaises performances immédiates des entreprises. En d'autres termes, ce n'est pas tant une réglementation plus stricte, au demeurant nécessaire pour pallier les risques systémiques, qui constitue un obstacle au financement de l'innovation et de la croissance qu'une structuration inadaptée du système financier. Les mécanismes constitutifs de l'Union Bancaire Européenne ne sauraient être conçus sans référence à cette structuration qui inclut la question de la séparation des activités bancaires. La cohérence de la zone euro en dépend.

Le premier argument en faveur de la séparation des activités bancaires se fonde sur la volonté de protéger la fonction d'intermédiation des banques commerciales, c'est-à-dire la gestion des moyens de paiement, la collecte de l'épargne liquide et l'offre de crédit. Cela se justifie par la forte sensibilité de l'activité économique au fonctionnement des systèmes de paiement et de crédit. L'histoire montre d'ailleurs que les crises financières les plus graves sont celles où la production de crédit a été la plus affectée. Les marchés affichent régulièrement des fluctuations de grande ampleur, dont l'incidence macroéconomique est surtout sensible lorsqu'elles perturbent les activités d'intermédiation traditionnelle.

Il importe donc de préserver, autant que faire se peut, la banque commerciale des chocs susceptibles de la déstabiliser. Et c'est précisément pourquoi il faut l'isoler des mouvements de marché dont on sait qu'ils connaissent des fluctuations fréquentes, de grande ampleur et une variabilité excessive au regard des « fondamentaux ». Car, contrairement à une idée trop souvent colportée, la juxtaposition des activités de marché (la banque d'investissement) et d'intermédiation traditionnelle (la banque commerciale) ne permet généralement pas une diversification des produits et des résultats. Il suffit pour s'en convaincre d'observer les revenus des banques commerciales et de constater qu'ils évoluent de façon relativement stable en dehors des épisodes de crises graves ; alors que les revenus des banques d'investissement connaissent, au contraire, une plus forte volatilité et des décrochages lors de crises des marchés qui se répètent à des intervalles de plus en plus rapprochés. Cela tient à ce que toutes les activités de marché, et pas seulement les opérations de « trading pour compte propre », sont des opérations hautement spéculatives. Si les banques universelles trouvent avantage dans la juxtaposition des deux types d'activités, c'est que les revenus

d'intermédiation permettent à la banque d'investissement de résister aux fluctuations de marché, mais l'inverse n'est pas vrai : la banque commerciale n'a pas besoin de la banque d'investissement pour assurer sa stabilité ni même sa rentabilité sur le long terme.

Cela ne signifie pas que les banques commerciales sont *a priori* immunisées contre les risques de taux et de liquidité. De nombreux exemples attestent du contraire. Cela implique simplement qu'elles doivent être soumises à une régulation. En fait, il s'agit de savoir si les activités d'intermédiation sont susceptibles d'être fragilisées par leur association au sein d'un même établissement avec des activités de marché et si cette association rend plus difficile la résolution des déséquilibres qui en résultent. Tout semble démontrer que c'est effectivement le cas.

Au demeurant, même si on admet qu'au niveau individuel la diversification entraîne une baisse de la volatilité des résultats, il se trouve qu'au niveau global elle conduit à une augmentation du risque systémique. D'abord parce que, la diversification (à l'inverse de la spécialisation) rend les banques plus semblables entre elles et donc conjointement plus sensibles à des chocs d'origines diverses ; ce qui tend à amplifier l'incidence de ces chocs. Ensuite, parce c'est à travers les produits et opérations de marchés que se nouent, pour l'essentiel, les interconnexions entre institutions financières, et donc les externalités qui constituent la substance du risque systémique. Plus précisément, une bonne part de ces interconnexions provient des opérations sur produits dérivés dont l'importance s'est accrue démesurément depuis la fin des années 1990. Et la montée du modèle de banque universelle a manifestement renforcé l'importance du risque de système.

Certes, la séparation des activités de banque d'investissement et de banque commerciale ne modifiera pas les interdépendances induites par les opérations de marché. Cependant, elle évitera de transmettre aux opérations de crédit les chocs systémiques en provenance des marchés d'autant que la contraction du crédit et, par suite, celle de l'activité économique, est capable d'aggraver en retour les errements des marchés. Il est incontestable que, dans certains pays, la distribution de crédits immobiliers dans des conditions très suspectes a joué un rôle déterminant dans la crise actuelle. Seulement, son ampleur et l'effet de contagion sont clairement venus de la titrisation. Les connexions multiples et mal identifiées créées par les opérations de marché ont conduit à l'assèchement des marchés interbancaires, avec des conséquences dévastatrices sur le crédit et finalement sur l'activité économique.

La séparation des activités est donc au moins une manière efficace de limiter le développement du risque systémique. Mais ce n'est pas son seul avantage : elle contribuerait aussi à réduire l'opacité qui caractérise les comptes et les positions des banques universelles. Or l'opacité produit des asymétries d'information et donc des incitations à prendre des risques trop peu ou trop mal tarifés. C'est d'ailleurs pour cette raison, mais également parce que la juxtaposition d'activités de natures trop dissemblables pose des problèmes de gestion, que la valorisation des banques universelles fait souvent l'objet d'une décote (De Jonghe 2010, Wagner 2010). C'est-à-dire que leur valeur de marché est inférieure à la somme des valeurs estimées de leurs composantes, conformément à ce que l'on observe en général dans les conglomérats non financiers.

Il existe, certes, plusieurs variétés de capitalisme qui ont chacune leur cohérence. Celle-ci tient à la compatibilité des systèmes industriels, sociaux et financiers. S'assurer d'un

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

### *Les moyens de la stabilisation*

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

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

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

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

d'assurance-chômage tel que les déficits des phases de récession soient compensés par les excédents des phases d'expansion (De Grauwe et Ji 2016 b).

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

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

### *Le dilemme budgétaire*

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

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

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

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

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

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

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

### *Diversité et cohérence de l'espace européen*

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

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

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

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

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

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

## Références

Amendola M. and S. Bruno (1990): The Behaviour of the Innovative Firm, *Research Policy* 19: 419-433.

Arrow K.J. (1959): 'Toward a Theory of Price Adjustment' in Abramovitz and others *The Allocation of Economic Resources*, Stanford University Press.

Baldwin R. et alii (2016): Rebooting the Eurozone: Step I – Agreeing a Crisis Narrative, CEPR - Policy Insight No 85.

Blanchard O. and D. Leigh (2013) : 'Growth Forecasts Errors and Fiscal Multipliers', IMF Working Paper 13/1.

Bolton P., Freixas X., Gambacorta L. and P. Mistrulli (2013): 'Relationship and Transaction Lending in a Crisis', Bank of International Settlements, Working Paper No 417.

Bradford Delong J. and L.E. Summers (2012) : 'Fiscal Policy in a Depressed Economy', *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring

Caballero R.J., and M.L. Hammour (1996): 'On the Timing and Efficiency of Creative Destruction', *Quarterly Journal of Economics*, 100: 805-852

Caballero R.J., and M.L. Hammour (1998): 'The Macroeconomics of Specificity', *Journal of Political Economy*, 106 (4): 724-767.

Carlin W. and D. Soskice (2009) : 'German Economic Performance : disentangling the role of supply-side reforms, macroeconomic policy and coordinated economy institutions', *Socio-Economic Review* 7 : 67-99

Coéré B. (2014) : 'Structural reforms : learning the right lessons from the crisis', Keynote speech ECB

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141017.en.html>

Cooper R. and A. John (1988) : 'Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models', *Quarterly Journal of Economics* 103 : 441-463.

Creel J. and F. Saraceno (2010): 'The Crisis, Automatic Stabilisation, and the Stability Pact', *Revista de Economia y Estadística* XLVIII (1): 75-104.

D'Aspremont C. , Dos Santos Ferreira R. and L.A. Gérard-Varet (1989) : 'Unemployment in an Extended Cournot Oligopoly Model', *Oxford Economic Papers* 41 (3) : 490-505.

D'Aspremont C. , Dos Santos Ferreira R. and L.A. Gérard-Varet (1990) : 'On Monopolistic Competition and Involuntary Unemployment', *Quarterly Journal of Economics* 105 (4) : 895-919.

De Grauwe P. (2015): 'Design Failures of the Eurozone' in R. Baldwin and F. Giavazzi (2015): *The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Remedies*, CEPR A VoxEU.org eBook

De Grauwe P. (2016) : Monetary Policy and Public Investment, Center for European Policy Studies (CEPS) <https://www.ceps.eu/publications/monetary-policy-and-public-investment>

De Grauwe P. and Y. Ji (2016) : Flexibility versus Stability. A difficult trade-off in the eurozone, CEPS Working Document No 422.

[https://www.ceps.eu/system/files/WD422%20De%20Grauwe%20and%20Ji%20Flexibility%20versus%20Stability\\_0.pdf](https://www.ceps.eu/system/files/WD422%20De%20Grauwe%20and%20Ji%20Flexibility%20versus%20Stability_0.pdf)

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

De Jonghe O. (2010): 'Back to the basics in banking ? A micro-analysis of banking system stability', *Journal of Financial Intermediation* 19 (3): 387-417

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

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

Eggertsson G. (2012): 'Was the New Deal Contractionary?', *American Economic Review* 102 (1): 524-555.

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

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

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

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

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

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

Hall P. and D. Soskice (2001): 'An Introduction to Varieties of Capitalism' in P. Hall and D. Soskice eds. *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford: Oxford University Press.

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

Hayek F. (1931) : *Price and Production*, London : Routledge.

Hayek F. (1933) : *Monetary Theory and the Trade Cycle*, London : Routledge and Kegan Paul.

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

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

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

- Hicks J.R. (1983): 'IS-LM an explanation' in J-P Fitoussi ed. *Modern Macroeconomic Theory*, Oxford: Basil Blackwell.
- Hope D. and D. Soskice (2016): 'Growth Models, Varieties of Capitalism, and Macroeconomics', *Policy and Society* 44 (2)
- International Monetary Fund (IMF) (2015) : 'Structural Reforms and Macroeconomic Performance', Staff Report <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/101315.pdf>
- Keynes J.M. (1923): *A Tract on Monetary Reform*, London: Macmillan Press. (Collected Writings Volume IV, 1971). Traduction française (1924): *La réforme monétaire*, Paris: Editions du Sagittaire. Edition électronique, Université du Québec: Les classiques en sciences sociales
- Keynes J. M. (1931): *A Treatise on Money*, London: Macmillan (Collected Writings Volume V, 1971)
- Keynes J.M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan. (Collected Writings Volume VII, 1973).
- Laidler D. (2007) : 'Financial Stability, Monetarism, and the Wicksell Connection', RBC Financial Group, Economic Policy Research Institute, EPRI Working Paper Series, Working Paper 2007-3, University of Western Ontario
- Laidler D. (2008) : 'Axel Leijonhufvud and the Quest of Microfoundations' in R.E. Farmer (ed) *Macroeconomics in the Small and the Large*, Cheltenham : Edward Elgar.
- Laidler D. (2009) : 'Lucas, Keynes, and the Crisis', Department of Economics Research Report Series, University of Western Ontario
- Laidler D. (2010) : 'The Monetary Economy and the Crisis', Department of Economics Research Report Series, University of Western Ontario.
- Lavoie M. (1992): 'Jacques Le Bourva's Theory of Endogenous Credit-Money', *Review of Political Economy* 4 (4): 436-446.
- Le Bourva J. (1962): 'La création de monnaie et le multiplicateur de crédit', *Revue Economique* 13 (1): 29-56. Traduction en anglais (1992): 'Money creation and credit multipliers', *Review of Political Economy* 4 (4): 447-466.
- Le Moigne M., Saraceno F. et S. Villemot (2016) : 'Probably Too Little, Certainly Too Late : an Assessment of the Juncker Investment Plan', Working Paper OFCE 2016-10.
- Leijonhufvud A. (1981): 'The Wicksell Connection: Variations on a Theme', In *Information and Coordination*, Oxford: Oxford University Press.
- Modigliani F. (1944) : 'Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money', *Econometrica*, 12 : 45-88
- Modigliani F. and M. Miller (1958) : 'The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment', *American Economic Review* 48 (3) :: 261-297.
- Mayer T. (2013): *Firm Commitment*, Oxford: Oxford University Press.
- Modigliani F. and M. Miller (1958): 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment', *American Economic Review* 48 (3): 261-297.

- Natixis (2016): 'Les gains de productivité sont faibles dans la zone euro, mais aussi aux Etats-Unis: ceci rend peu crédibles certaines explications de la faiblesse des gains de productivité', *Flash Economy* 352 <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=90489>
- Ostry J.D., Loungani P. and D. Furceri (2016): 'Neoliberalism : oversold ?', *Finance and Development* June : 38-41
- Phelps E.S. (1967): 'Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time', *Economica* N S 34 : 254-281.
- Phelps E.S. (2013): *Mass Flourishing*, Princeton: Princeton University Press.
- Pollin J-P et J-L Gaffard (2013): 'Pourquoi faut-il séparer les activités bancaires?' OFCE Note No 36.
- Pollin J-P et J-L Gaffard (2014): 'L'Union Bancaire Européenne' in *L'économie française 2014*, Paris: La Découverte, collection Repères.
- Richardson G.B. (1960): *Information and Investment : a Study in the Working of a Competitive Economy*, Oxford : Clarendon Press. Reed. 1990.
- Robertson D. (1926): *Banking Policy and the Price Level*, London: Macmillan
- Rodrik D. (2011): *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World*, New York: Norton & Company.
- Rueff J. (1931): 'L'assurance chômage cause du chômage permanent' *Revue d'Economie Politique* 45: 211-251.
- Saint Paul G. (2002) : ' Is Labour Rigidity Harming Europe's Competitiveness ? The Effect of Job Protection on the Pattern of Trade and Welfare', *European Economic Review*, 46 : 375-395.
- Sapir A. et alii (2004): *An Agenda for a Growing Europe, The Sapir Report*, Oxford: Oxford University Press.
- Schumpeter J.A. (1941): *Capitalism, Socialism, and Democracy*, New York, Harper & Row. Traduction française (1983), *Capitalisme, Socialisme et Démocratie*, Paris: Payot.
- Silvestre J. (1993): 'The Market-Power Foundations of Macroeconomic Policy', *Journal of Economic Literature* XXXI: 105-141.
- Solow R.M. (1998) : *Monopolistic Competition and Macroeconomic Theory*, Cambridge : Cambridge University Press.
- Solow R.M. (2004): 'Introduction' de R.M. Solow Ed. *Structural Reforms and Macroeconomic Policy*, London: Macmillan. Traduction française (2006) *Réforme structurelle et politique économique*, Paris: Economica
- Stiglitz J.E. (2014) : 'Reconstructing Macroeconomic Theory to Manage Economic Policy', NBER Working Paper 20517.
- Summers L. H. (2015) : 'Demand Side Secular Stagnation', *American Economic Review: Papers and Proceedings* 105 (5): 60-65.
- Tobin J. (1956): 'The Interest-Elasticity of the Transactions Demand for Cash', *Review of Economics and Statistics* 38 (3): 241-247.
- Tobin (1958): 'Liquidity Preference as a Behavior towards Risk', *Review of Economic Studies* 25 (2): 65-86.

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

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

Vickers J. (2012): 'Some Economics of Banking Reforms', University of Oxford, Discussion Papers Series No 632.

Vickers J. (2013): 'Banking Reform in Britain and Europe', Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early Lessons Conference hosted by the International Monetary Fund. Washington D.C. April 16-17.

Wagner W. (2010) : 'Diversification at financial institutions and systemic crises', *Journal of Financial Intermediation* 19 (3): 373-386.

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

Wicksell K. (1898): *Interest and Prices* (traduction de R.F. Kahn, London: Macmillan 1936).

Figure 1 - Dette Publique (en % du PIB)

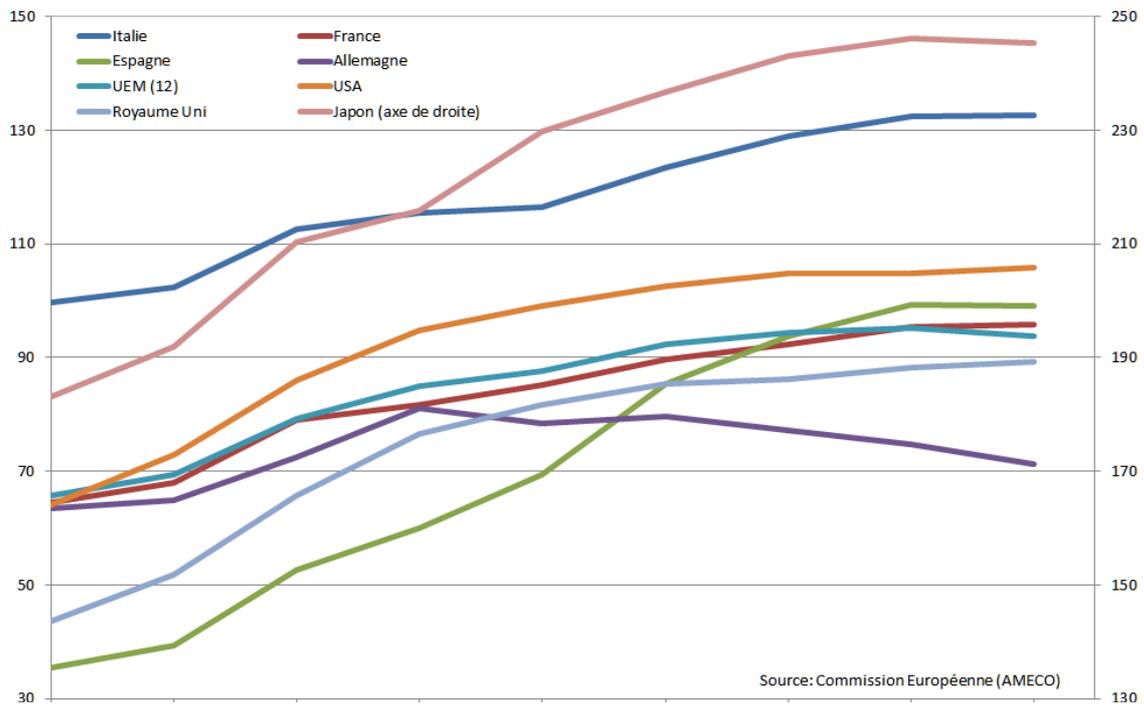


Figure 2 - Changement du cout unitaire du travail. Ecart par rapport à l'Allemagne

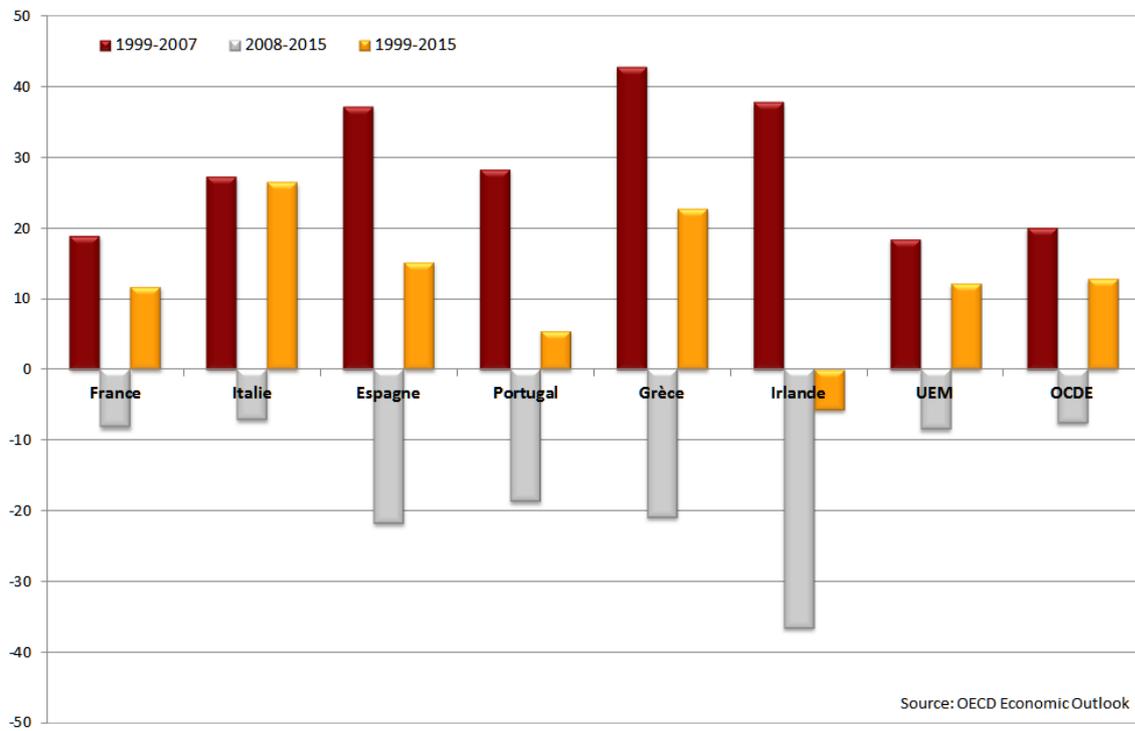


Figure 3 - Changement du taux de chômage

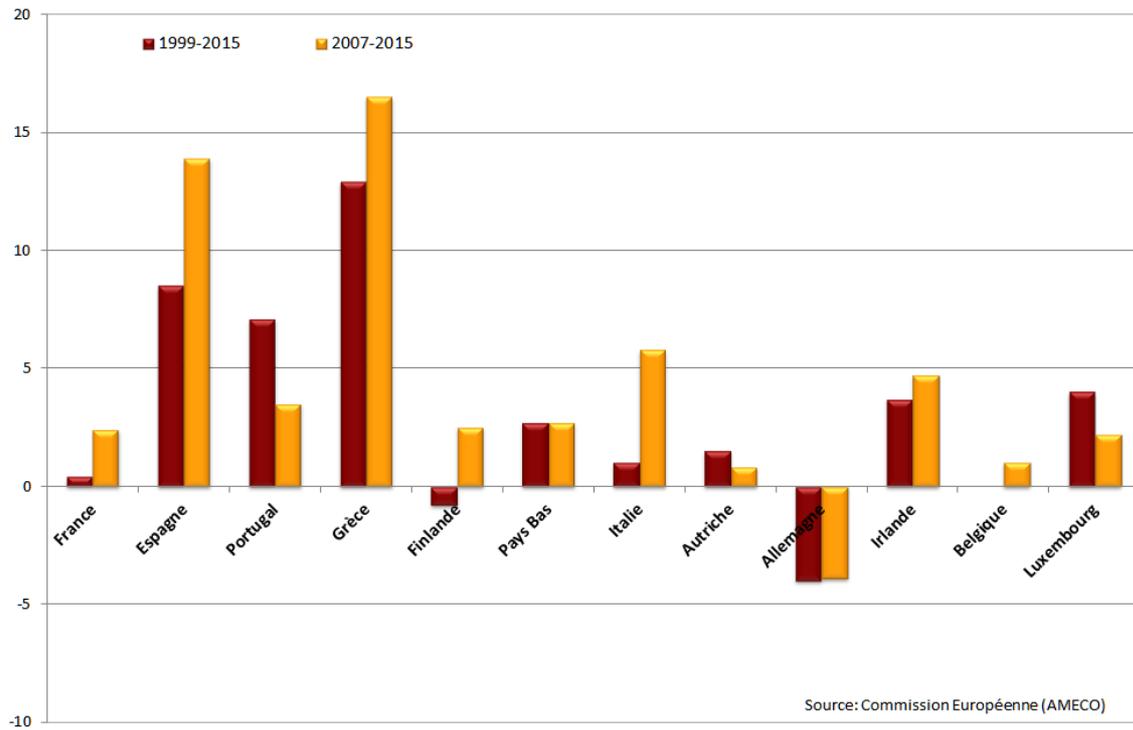


Figure 4 – Solde des Balances Courantes (% du Pib)

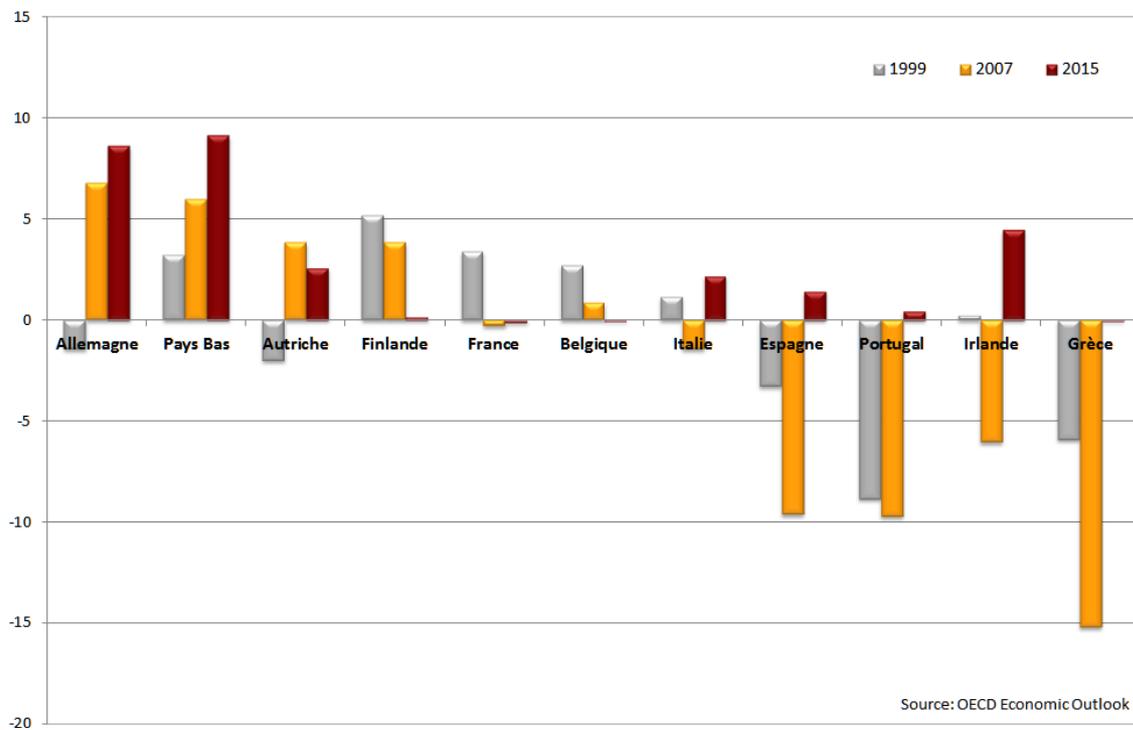


Figure 5 – Solde des Balances Courantes (% du Pib). Evolution depuis 1999

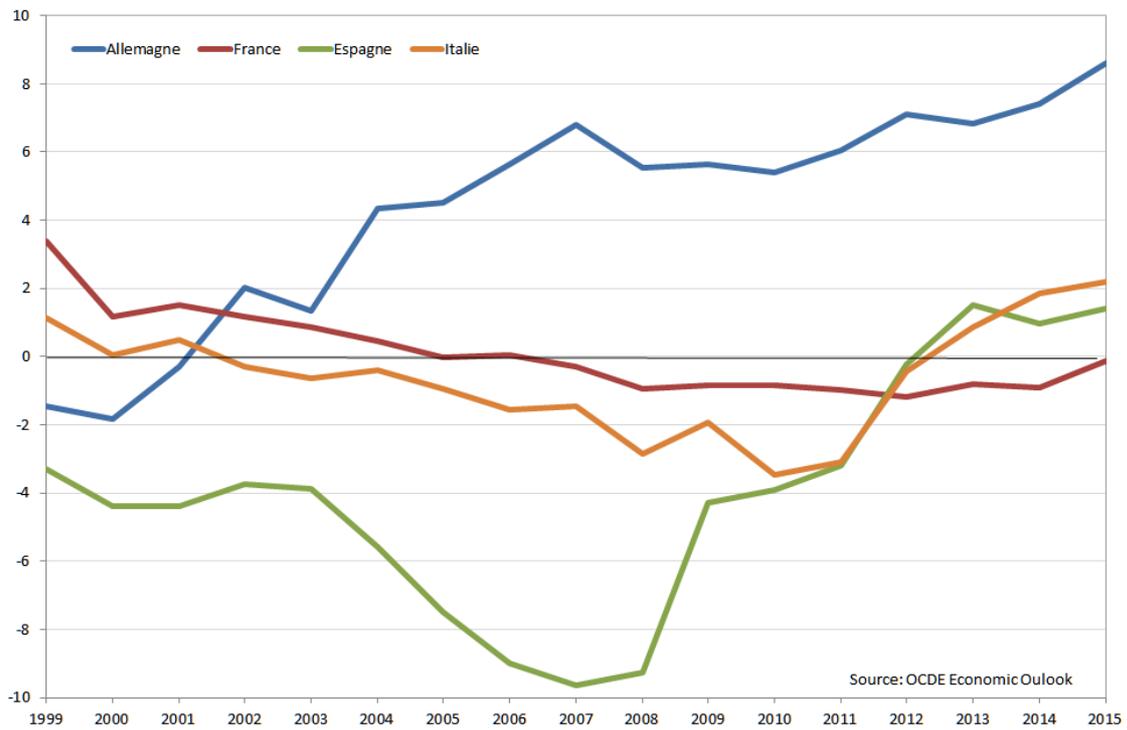
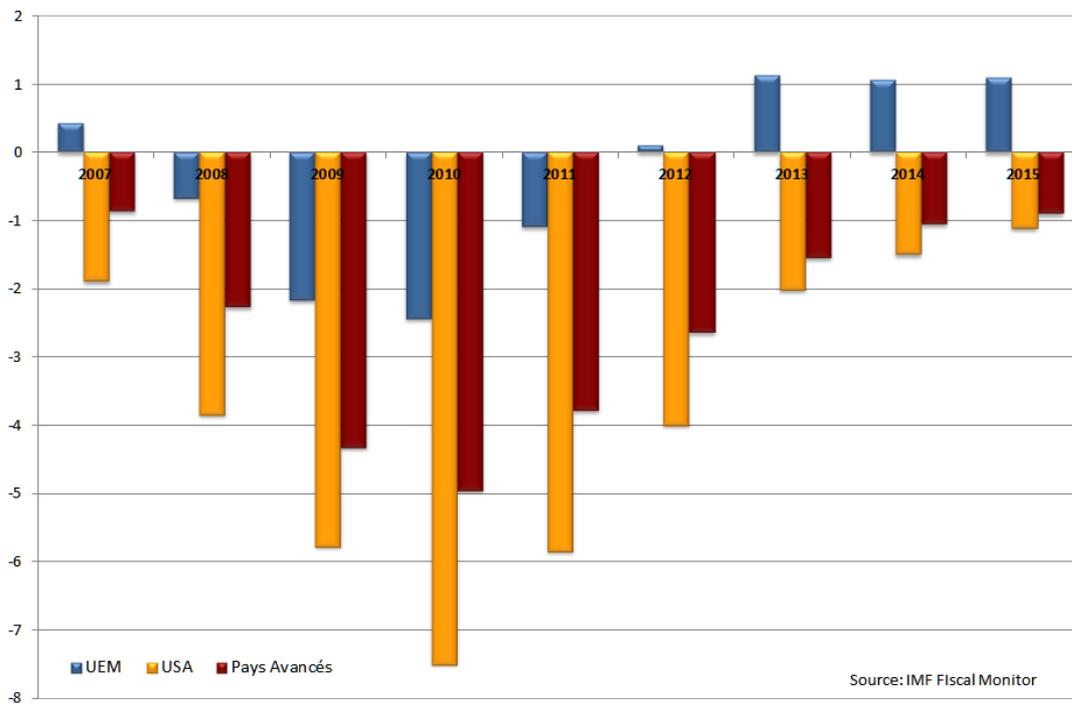


Figure 6 – Gouvernement: balance primaire ajustée pour le cycle (% du Pib)



**Tableau 1: Contribution à la croissance**

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

Source: Commission Européenne, base de données AMECO

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