

Politique monétaire, stabilité macroéconomique et changement structurel*

Jean-Luc Gaffard **

Résumé

L'article est dédié à reconsidérer objectifs et instruments de la politique monétaire, mais aussi à redéfinir un 'policy mix' dans une économie systématiquement confrontée à des déséquilibres dus à des changements de technologie, de la composition de la demande ou de la répartition des revenus. Il est motivé par les échecs de la politique économique révélés à la fois par les piètres performances de croissance des pays européens au cours des deux dernières décades et par la difficulté de définir une stratégie de sortie de crise. Une évaluation critique des modèles d'équilibre général dynamique stochastique, qui constituent le fondement théorique des politiques mises en œuvre par les banques centrales retenant comme seul objectif le taux d'inflation, est le point de départ pour reconsidérer la nature des fluctuations et produire des arguments en faveur d'une approche 'hors de l'équilibre'. Cette approche met l'accent sur les distorsions de la structure productive induites par n'importe quel changement structurel et montre pourquoi et comment l'incohérence temporelle entre la construction et l'utilisation de la capacité productive a une contrepartie monétaire et financière qui peut engendrer une instabilité globale. Objectifs et instruments de la politique monétaire doivent alors être révisés, impliquant de retenir plusieurs indicateurs de la performance de l'économie, de procéder à des arbitrages entre les différents objectifs et de privilégier une certaine inertie face aux signaux de prix et d'emploi.

Mots clés : fluctuations, inflation, politique monétaire, changement structurel, taux d'intérêt

Classification JEL : E 32, E 52, E 58, E 61

* Cet article s'inscrit dans le cadre du projet de recherche POLHIA (Monetary, Fiscal and Structural Policies with Heterogeneous Agents), financé par la Commission Européenne (7^{ème} programme cadre).

** Institut Universitaire de France, OFCE Sciences-Po et SKEMA Business School

Abstract

Monetary Policy, Macroeconomic Stability, and Structural Change

This paper is dedicated at reconsidering objectives and instruments of monetary policy and also at redefining a policy mix in an economy which is systematically confronted to imbalances due to changes in technology, in the composition of demand or in the distribution of income. It is motivated by the policy failures as revealed both by the poor growth performances during the two last decades in Europe and by the difficulty of elaborating a strategy to way out from the on-going crisis. A critical assessment of DGSE models, which are the theoretical basis for the monetary policy currently carried out by central banks that only targets a rate of inflation, is the starting point for reconsidering the nature of fluctuations and giving arguments in favour of an out-of-equilibrium approach. This approach focuses on the distortions in the structure of productive capacity induced by any structural change, and shows why and how the time inconsistency between the construction and the utilization phases of the production process has a monetary and a financial counterpart that may generate a global instability. In this perspective, instruments and objectives of monetary policy must be revised, which implies that several indicators of the performance of the economy must be taken into account, arbitrages between conflicting objectives must be carried out, and some inertia must be privileged in reaction to current price and unemployment signals.

Key words: fluctuations, inflation, interest rate, monetary policy, structural change

Introduction

La crise financière et économique démarrée en 2007 conduit inévitablement à s'interroger sur la pertinence des théories macroéconomiques qui ont constitué le soubassement des politiques mises en œuvre au premier rang desquelles la politique monétaire. Les objectifs consistant à chercher à atteindre le taux de croissance potentiel et un taux d'inflation stable ne sont pas remis en cause. Les instruments sont en revanche jugés insuffisants et l'on avance en particulier l'idée que la politique monétaire devrait être complétée par des mesures de régulation susceptibles d'enrayer les dérèglements financiers (Blanchard et alii 2010). L'hypothèse de travail que l'on va tenter de vérifier est que le vrai problème tient moins aux instruments qu'aux objectifs eux-mêmes. Chacun peut s'accorder pour dire qu'il faut la croissance la plus forte possible, compatible avec la stabilité des prix. Pour dire aussi que l'objectif de croissance est subordonné à un objectif d'inflation. Mais pas forcément dans le

sens généralement entendu. Il peut arriver que des tensions inflationnistes (ou un déséquilibre des échanges extérieurs) soient requises pour permettre aussi bien d'atteindre le potentiel de croissance contenu dans les innovations que d'assurer plus généralement la réussite de la transition vers un nouveau régime de croissance. L'inflation d'aujourd'hui pourrait être la condition de la croissance demain en même temps que de sa propre extinction. La proposition de relever significativement la cible d'inflation retenue par les banques centrales (Krugman 1998, Blanchard 2010) pourrait s'inscrire dans cette perspective. Il s'agirait, alors, de modifier l'objectif et de réintroduire la possibilité d'un choix discrétionnaire dans certaines limites. Il pourrait s'agir aussi de signifier que si la politique monétaire ne peut pas être le seul instrument de régulation macroéconomique, une réglementation bancaire et financière n'est pas pour autant le remède miracle quand on sait, par exemple, qu'empêcher un endettement excessif des ménages ne vaut pas effacement des déséquilibres réels qui ont rendu cet endettement nécessaire pour maintenir le taux de croissance.

Classiquement, la politique monétaire est dédiée à assurer la stabilité macroéconomique qui peut être interprétée comme le maintien de l'économie sur son sentier de croissance potentiel, sachant que ce taux de croissance est déterminé par les seules conditions d'offre sur les marchés de produit et du travail. Les modèles récents d'équilibre général stochastique dynamique s'inscrivent dans cette perspective. Ils ont, sous certaines hypothèses, conduit à ce que d'aucuns ont appelé une divine coïncidence, en l'occurrence à la conclusion que l'obtention de prix stables garantirait *ipso facto* de réduire l'output gap. Ce résultat, qui a pu servir de justification théorique à la pratique des banques centrales, est pourtant fortement questionnable. L'expérience récente montre que poursuivre cet objectif d'inflation pourrait bien masquer des déséquilibres sinon même les amplifier. Qui aurait pu mettre en cause la stratégie de croissance des Etats-Unis au seul vu de son taux d'inflation quasi nul, de son taux de chômage historiquement bas, de son taux de croissance singulièrement élevé ? La cible d'inflation semblait garantir stabilité et croissance. Et pourtant une crise globale de grande ampleur est survenue. Les indicateurs retenus n'étaient visiblement pas suffisants pour appréhender la nature de la situation. Des déséquilibres liés à des changements structurels de grande ampleur – en l'occurrence des déséquilibres persistants dans les échanges commerciaux internationaux, une profonde transformation de la répartition des revenus dans certains pays développés – existaient dont les effets étaient provisoirement compensés par la finance. L'une des clés de l'analyse réside dans l'explication qui est donnée des fluctuations économiques. Ces fluctuations sont-elles naturelles et expriment-elles une réponse que l'on

souhaite optimale à des chocs réels comme le suppose la théorie dominante ? Ou bien traduisent-elles des défauts de coordination, récurrents, éventuellement cachés et liés à des changements structurels, qu'il s'agit de réduire ? Quel peut-être, alors, le rôle de la politique monétaire ? Peut-elle raisonnablement obéir à des règles intangibles ? Ou bien doit-elle faire une part à des choix discrétionnaires ? Est-elle le seul instrument qui permette d'assurer la stabilité macroéconomique dans un environnement marqué par la récurrence de changements structurels ? Ou bien doit-elle être complétée par une réglementation appropriée, et plus encore s'inscrire dans un ensemble de politiques dédié à combattre l'instabilité ? L'objet de cet article est de tenter de répondre à ces questions.

Rigidités nominales, distorsions de la consommation et politique monétaire active

Le consensus en vigueur en matière de politique monétaire veut que celle-ci ait des effets sur le produit et l'emploi mais seulement à court terme. La théorie des cycles réels constitue le fondement théorique de ce consensus : elle suppose que les agents maximisent leur utilité intertemporelle en faisant usage de la connaissance complète qu'ils ont du fonctionnement complexe de l'économie. Retenant ce même cadre analytique, les économistes de la Nouvelle Economie Keynésienne proposent une nouvelle synthèse consistant à y introduire l'hypothèse de rigidités des prix et des salaires.

Aux termes de cette synthèse, la rigidité des prix est la cause de distorsions de la consommation qui empêchent que l'économie réalise son potentiel de croissance (Clarida, Gali, Gertler 1999, Gali 2002, Woodford 2003). Face à un choc de productivité, les entreprises ne diminuent pas les prix autant qu'elles le devraient du fait de l'existence de coûts des changements de prix ('menu costs')¹. Le niveau général des prix est supérieur à ce qu'il devrait être. Par suite, la consommation n'augmente pas autant qu'elle le devrait ; la production et l'emploi n'augmentent pas autant qu'ils le pourraient. Il existe un écart inflationniste, un écart au produit potentiel ('output gap'), et du chômage involontaire.

Les rigidités nominales, au lieu de constituer des anomalies dues à des défauts institutionnels, sont ici le reflet de comportements rationnels d'optimisation en information incomplète. Ainsi la Nouvelle Economie Keynésienne, plutôt que de postuler que les prix réagissent aux déséquilibres de marché, suppose qu'ils sont fixés de manière optimale, de façon à servir au mieux les intérêts des firmes censées les fixer, compte tenu de l'information dont celles-ci

¹ Ces coûts sont les coûts supportés pour fixer les prix d'équilibre. Ils ne sont pas réellement explicités. Nous verrons, plus loin, qu'il existe bien des coûts de ce type. Ce sont les coûts de s'ajuster dans la mauvaise direction qui rendent préférable de ne pas en changer trop vite.

disposent. « The delays involved before that prices are reconsidered are here taken to be an institutional fact, just like the available production technology. But the resulting constraints are taken into account of by the decision makers who set them; thus the assumed stickiness of prices implies that when they are reconsidered, they are set in a forward looking manner, on the basis of expectations regarding future demand and cost conditions, and not simply in response to current conditions. As a result, expectations turn out to be a crucial factor in the equilibrium relation between inflation and real activity » (Woodford 2003 p. 9).

Seule, alors, une politique monétaire active peut corriger des distorsions imputables à des comportements rationnels des entreprises. Cette politique consiste pour la Banque Centrale à suivre une règle qui fait que le taux d'intérêt est ajusté pour répondre à l'écart inflationniste et à l'écart de production. En l'occurrence, face à un accroissement des gains de productivité, la Banque Centrale doit augmenter le taux d'intérêt avec pour effet de changer la suite des consommations individuelles qui maximisent l'utilité intertemporelle des agents et de rétablir celle qui aurait prévalu avec des prix parfaitement flexibles.

L'analyse proposée relève d'une nouvelle synthèse néo-classique consistant à introduire des rigidités nominales dans un modèle d'équilibre général dynamique caractérisé par des chocs d'offre stochastiques. Ce modèle est celui de la théorie des cycles réels. Il définit un sentier dynamique virtuel qui sert de référence au sentier effectif. L'écart entre les deux sentiers vient des rigidités nominales. Les prix qui devraient s'ajuster sous l'effet de chocs réels ne s'ajustent pas. Les rigidités engendrent des déviations du taux de marge (par exemple des augmentations en cas de choc de productivité positif), des fluctuations inefficaces du produit, et, du fait de l'absence de synchronisation des ajustements de prix, une allocation inefficace des ressources. Elles ne peuvent pas être éliminées, mais leurs résultats peuvent être corrigés, en l'occurrence par la politique monétaire. Dans ce contexte, la monnaie n'est pas neutre, mais elle obéit à des règles censées produire une situation équivalente à la situation de neutralité quand les prix et les salaires sont flexibles. La politique monétaire doit avoir pour objectif de contrecarrer les effets des rigidités nominales.

Le mécanisme en jeu s'inscrit sur deux périodes : celle de l'anticipation du choc et celle de la réalisation du choc (Woodford 2003). Les décisions de demande sont le résultat de la condition de maximisation de l'utilité intertemporelle. Le niveau de la demande agrégée est influencé par la demande anticipée, par le taux d'intérêt nominal fixé par la banque centrale et par les anticipations d'inflation (les chocs de préférence mis à part).

Les rigidités nominales se traduisent par le fait qu'une fraction des entreprises est contrainte de produire et vendre au prix de la période précédente, tandis que l'autre fraction fixe de nouveaux prix mais en tenant compte de la probabilité positive de ne pas pouvoir modifier ses prix au cours des périodes suivantes. L'offre globale est alors déterminée positivement par les anticipations de taux d'inflation courantes et futures.

Quand toutes les firmes ne baissent pas leurs prix face à un choc positif de productivité, cette situation est rationnellement anticipée par les consommateurs qui savent que le produit futur sera inférieur à son niveau naturel et le niveau des prix supérieur. L'anticipation d'inflation conduit ces consommateurs à augmenter leur demande courante et par suite à initier une offre courante plus élevée à des prix fixés par des firmes en concurrence monopolistique qui maximisent leurs profits, qui sont également plus élevés. Le taux d'inflation courant augmente ainsi en réaction à l'augmentation du taux d'inflation anticipé. La relation de Phillips est de type 'forward looking'.

L'introduction de rigidités nominales dans un modèle de cycles réels conduit à la formulation d'une relation de Phillips augmentée dans laquelle le taux d'inflation courant dépend du coût marginal réel augmenté du taux d'inflation anticipé pour la période future (Gali, Gertler, Lopez-Salido 2001).

La différence essentielle avec la relation de Phillips standard (de la nouvelle macroéconomie) est que l'anticipation de l'inflation future entre additivement dans l'équation au lieu de l'anticipation passée de l'inflation courante. L'inflation dépend entièrement des conditions économiques courantes et anticipées pour le futur.

Sous certaines restrictions relatives à la technologie et aux préférences, le coût marginal réel est proportionnel à l'output gap. La courbe de Phillips est telle que le taux d'inflation courant dépend de l'output gap – de la différence entre le produit courant et le produit potentiel augmenté du taux d'inflation anticipé pour la période future.

Cette formulation implique l'absence d'arbitrage entre l'inflation et le produit : dans la mesure où la Banque Centrale s'engage à stabiliser les prix, elle peut obtenir la stabilité de l'output gap. Les variations courantes de prix reflètent les anticipations de l'output gap.

Le comportement cyclique du coût marginal réel, qui est essentiel pour comprendre l'évolution du taux d'inflation, est, pour partie, attribué au rôle joué par les frictions sur le marché du travail.

Suivant le modèle, un changement de politique monétaire affecte immédiatement le produit dès lors qu'il n'est pas permis que tous les prix et salaires s'ajustent. Il affecte aussi immédiatement l'inflation courante et l'inflation anticipée pour le futur².

Dans ces conditions, face à un choc technologique positif, une politique monétaire consistant à augmenter le taux d'intérêt nominal a un double effet en égalisant le taux courant au taux d'intérêt naturel: elle réduit le taux d'inflation courant et elle augmente la demande future des consommateurs qui doit alors correspondre au produit naturel. Les firmes n'ont aucune incitation à changer leurs prix qui sont totalement rigides : le taux d'inflation est nul. Les distorsions intertemporelles de consommation et les distorsions de prix relatifs sont éliminées.

Le problème qui se pose alors aux autorités monétaires n'est pas de savoir si elles peuvent influencer les variables réelles en introduisant un élément de surprise dans les décisions des agents privés, mais de déterminer si les informations dont elles disposent doivent les conduire à infléchir leur politique (en l'occurrence à modifier le taux d'intérêt) afin de modifier les données réelles et de les faire coïncider avec les valeurs optimales. L'objectif retenu, en l'occurrence, par les autorités monétaires est celui d'une stabilité complète du niveau général des prix. Il s'agit de créer les conditions pour que les firmes qui auraient l'opportunité de changer leurs prix ne la saisissent pas. Toutes les firmes appliquent, alors, le même taux de marge et il n'y a aucune distorsion des prix relatifs. La manière de procéder consiste à faire varier le taux d'intérêt en réponse aux écarts à une cible d'inflation. Ainsi, une augmentation du taux d'intérêt, face à un choc technologique positif et permanent, accroît la consommation future et casse un taux d'inflation essentiellement fonction des anticipations d'inflation.

Le type particulier d'interdépendance temporelle – i.e. une interdépendance des prix - et par suite le type de rigidité des prix commandent le concept même de politique monétaire optimale : l'objectif est la stabilité des prix dès lors que sans inflation la rigidité nominale est sans effet.

Sources de l'inflation et objectifs de la politique monétaire

Comme les variations de l'emploi et du produit vis-à-vis de quelque tendance régulière peuvent traduire des chocs réels, elles ne constituent pas un indicateur des défaillances du

² Ce n'est pourtant pas ce qui est observé dans les données. Il existe un délai avant que le produit réel ne réagisse et un délai plus long avant que l'inflation ne réagisse (Goodhart 2005). Le problème avec le modèle est que « it cannot come even close to explaining the dynamic effects of monetary policy on inflation and unemployment » (Mankiw, 2000 p. 13). En particulier, alors qu'il prédit que la désinflation entraîne une diminution du chômage et un boom de l'activité, en pratique elle cause récession et accroissement du chômage (Ball 1997).

marché. En revanche, l'instabilité du niveau général des prix est un bon indicateur de l'inefficacité de l'allocation des ressources (Woodford 2003). Dans cette analyse, des prix parfaitement flexibles sont associés à un taux d'inflation stable lui-même déterminé par la quantité de monnaie en circulation. Ces prix parfaitement flexibles ne sont jamais excessivement volatiles pour la raison qu'il existe une spéculation nécessairement stabilisante (on achète bas et vend haut) et parce que les données fondamentales changent lentement. Ils évoluent au même rythme que l'indice puisqu'il n'y a aucune friction. La variabilité du taux d'inflation, préjudiciable à l'allocation des ressources, est alors le fruit de rigidités ou de viscosités qui sont responsables d'ajustements intermittents et spasmodiques. Elle est le fruit de ces ajustements qui créent un écart entre le niveau effectif et le niveau naturel des prix. Il s'ensuit alors que, sous réserve que les salaires sont parfaitement flexibles, l'objectif de la politique monétaire doit être une inflation nulle. Il s'agit de faire en sorte que les demandes réelles (et les offres correspondantes) soient à des niveaux qui seraient atteints avec des prix nominaux flexibles, c'est-à-dire avec des prix naturels par définition associé à une absence d'inflation. La satisfaction de cet objectif garantit aussi la réalisation d'un objectif de croissance consistant à réduire l'output gap. Face à un choc technologique positif et permanent, la hausse du taux d'intérêt en augmentant la consommation future permet, en effet, une augmentation du produit et de l'emploi en se substituant à la baisse des prix. Le taux d'intérêt réel rejoint son niveau naturel par l'intermédiaire de la hausse du taux monétaire. En d'autres termes, un même instrument permet de satisfaire simultanément deux objectifs : il n'y a pas à arbitrer entre stabilité des prix et croissance. La poursuite d'une politique de stricte stabilisation du niveau général des prix par la voie monétaire doit permettre de tirer le meilleur parti des avancées technologiques.

Dans ce contexte, les autorités monétaires n'ont pas à se préoccuper des variations des prix des actifs financiers car ces prix sont très fortement flexibles et sont censés refléter fidèlement des anticipations rationnelles. « The prices that monetary policy should aim to stabilize are the ones that are infrequently adjusted, and that consequently can be expected to become misaligned in an environment that requires these prices to move in either direction. Large movements in frequently adjusted prices – and stock prices are among the more flexible of prices – can instead be allowed without raising any concerns, and if allowing them to move makes possible greater stability of the sticky prices, such instability of the flexible prices is desirable » (Woodford 2003 p. 16). Les mouvements de capitaux financiers, qu'il s'agisse de mouvements internes ou externes, sont réputés utiles et efficaces.

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

Si l'on suit cette analyse, là où les prix sont flexibles, il n'est pas nécessaire de conduire une politique monétaire active pour stabiliser l'économie. Ce n'est que dans un monde caractérisé par des prix rigides que l'on doit avoir recours à la politique monétaire. Or c'est aux Etats-Unis que cette politique est la plus active et dans la zone Euro qu'elle n'est jamais utilisée à des fins de stimulation du produit et de l'emploi. Il y a là une évidente contradiction. En fait, les études empiriques révèlent que la politique monétaire est aussi efficace dans la zone euro qu'aux Etats-Unis dans sa capacité à augmenter le produit et l'emploi sans effets inflationnistes (De Grauwe and Costa Storti 2008 p. 42). Les rigidités de prix n'auraient pas l'influence qui leur est prêtée par les théoriciens comme par les praticiens. Il y a bien un problème théorique.

Quelles fluctuations ?

Le consensus ainsi créé autour des objectifs de la politique monétaire est questionnable dans la mesure où il repose sur des hypothèses singulièrement contestables sur l'origine et la nature des fluctuations. Le mouvement naturel de l'économie est censé être celui décrit par la théorie des cycles réels. Ces cycles sont impulsés par des chocs de productivité stochastiques et propagés du fait de l'impact de ces chocs sur l'arbitrage entre travail et loisirs par les consommateurs – salariés. Comme le remarque Leijonhufvud (1992/2000 p. 41), ce sont des cycles saisonniers dans le sens où les agents décident de travailler plus quand les conditions

d'environnement matérialisées dans leur productivité sont favorables et vice-versa. Par ailleurs, le côté production s'ajuste systématiquement au côté demande, comme c'est toujours le cas dans les modèles dynamiques d'équilibre général. Le changement technologique n'est pas vraiment analysé. Ce qui est analysé c'est l'effet d'un choc de productivité anticipé sur les comportements de demande. Les variations de demande conjointement avec les rigidités nominales ont un effet sur les quantités d'équilibre produites et vendues dans la période courante ainsi que sur l'indice de prix. Elles sont source de distorsions de prix et de quantité, mais sans que les marchés de produit soient en déséquilibre. Il n'y a pas de difficultés de coordination. Il n'y a pas d'interrogation sur la manière dont le marché fonctionne, ni *a fortiori* sur le rôle de la monnaie dans ce fonctionnement (Leijonhufvud 1992/2000 p. 44). L'inflation, quand elle se manifeste, n'est pas le résultat de déséquilibres de marché qui, par définition, n'existent pas, mais d'une hausse des coûts ou des marges au regard de la situation de pleine concurrence. Les mouvements de prix des actifs sur les marchés de capitaux n'ont pas d'effets déséquilibrants sur les flux d'investissement. Ce sont ces caractéristiques qui commandent la perception que l'on a des moyens de la politique monétaire. « Obtaining a more desirable pattern of responses to random disturbances therefore requires commitment to a systematic policy rule and not just a (one time) adjustment of the bank's targets » (Woodford 2001 p. 26).

Curieusement, le choc de productivité n'est pas un choc d'offre. Le seul effet pris en considération est un effet sur la demande et sur sa distribution au cours du temps. L'offre est ajustée à la demande chaque fois que nécessaire³. Le lien entre les périodes successives tient uniquement à l'hypothèse dite de lissage de la consommation (*consumption smoothing*). L'unique variable réellement influente ce sont les anticipations de choc. Le choc de productivité ne requiert aucune accumulation de capital ni aucun processus d'ajustement de la structure de la capacité productive. Clairement, le modèle « abstracts from the effects of variation in private spending (including those classified as investment expenditure in the national income accounts) upon the economy's productive capacity » et devrait être interprété « as if all forms of private expenditure ... were like non durable consumer purchases » (Woodford 2003 p. 242).

³ Cette assertion a pu être interprétée comme une résurrection du message de Keynes suivant lequel l'offre globale est gouvernée par la demande globale. En fait, il s'agit de maintenir l'hypothèse de pleine coordination entre la demande et l'offre. Toutefois, ce n'est pas sans révéler l'ambiguïté de la position de Keynes qui a un pied dans l'équilibre et l'autre dans le déséquilibre.

Ignorer que la production prend du temps et que l'investissement est irréversible va de pair avec l'hypothèse que les marchés sont complets et que les contraintes budgétaires intertemporelles sont toujours satisfaites. Aucun risque d'insolvabilité ou de faillite n'existe, qui serait lié à des défauts de coordination. Les entreprises ne sont jamais contraintes financièrement.

Suivant ce modèle et le consensus qu'il justifie, la politique monétaire n'a pas d'autre objet que de maintenir l'économie aussi proche que possible de son sentier naturel, que celui-ci soit régulier ou fluctuant. Elle n'est en rien concernée par un objectif de maintien de la stabilité financière. Il n'y a, d'ailleurs, pas d'intermédiation financière dans cette économie. La notion de liquidité n'y fait pas sens. Tout au plus peut-on imaginer que ce modèle est cohérent avec un modèle où les institutions financières, en raison de leur nature, déterminent le taux de croissance potentiel, où une économie avec un système financier développé, des produits financiers sophistiqués bénéficiera de meilleures conditions de croissance. L'impasse est faite sur la question fondamentale : celle de la stabilité ou de l'instabilité des économies de marché et le rôle qui joue la monnaie et l'intermédiation financière.

La nouvelle synthèse néo-classique qui s'appuie sur l'usage prétendument incontournable des modèles d'équilibre général dynamique stochastique (Woodford 2009) est de même nature que la première. « The Old Neoclassical Synthesis, which reduced Keynesian theory to a general equilibrium model with 'rigid' wages, was an intellectual fraud the widespread acceptance of which inhibited research on systemic instabilities for decades. Insofar as the New Synthesis represents a return to this way of thinking about macro problems it risks the same verdict. The obvious objection to this line of theorizing is that the major problems which have had to be confronted in the last twenty or so years have originated in the financial markets -- and prices in those markets are anything but 'inflexible'. But there is also a general theoretical problem that has been festering for decades with very little in the way of attempts to tackle it. Economists talk freely about 'inflexible' or 'rigid' prices all the time, despite the fact that we do not have a shred of theory that could provide criteria for judging whether a particular price is more or less flexible than appropriate to the proper functioning of the larger system. More than seventy years ago, Keynes already knew that a high degree of downward price flexibility in a recession could entirely wreck the financial system and make the situation infinitely worse. But the point of his argument has never come fully to inform the way economists think about price inflexibilities » (Leijonhufvud 2009 b p. 12).

Contester cette vision du monde suppose de réviser notre méthode d'analyse, de considérer les caractéristiques d'une évolution qui procède de l'enchaînement des déséquilibres. Cette méthode a des racines dans la problématique développée par Wicksell, qui était une problématique de déséquilibre.

Taux d'intérêt naturel et politique monétaire : la filiation wicksellienne

L'analyse développée par la Nouvelle Ecole Keynésienne se veut dans la filiation de Wicksell (1898) en ce qu'elle fait dépendre le taux d'inflation du taux d'intérêt ou plus exactement de son écart au taux d'intérêt qualifié de naturel. Cette filiation est pour le moins questionnable, d'abord parce que chez Wicksell l'écart de taux d'intérêt entraîne des distorsions entre l'épargne et l'investissement absentes dans les modèles de la Nouvelle Ecole Keynésienne. La démarche analytique de Wicksell repose sur l'identification d'un taux d'intérêt naturel qui est une variable strictement réelle, c'est-à-dire, une variable indépendante de toute considération à caractère monétaire ou financier. L'économie est à l'équilibre quand le taux d'intérêt fixé par les banques est égal au taux d'intérêt naturel. Les prix sont stables. Un écart du taux monétaire par rapport au taux naturel est source de déséquilibres sur le marché des biens qui se manifestent par des hausses ou des baisses de prix cumulatives. Ainsi, au lieu que la rigidité des prix crée un écart entre le taux d'intérêt naturel et un taux fixé par les banques qui serait inchangé, l'écart de taux dû au comportement des banques provoque un mouvement de prix qui est le résultat du déséquilibre de marché.

Ce taux d'intérêt naturel est un taux réel (physique), influencé seulement par des facteurs réels. Mais comment le comparer à un taux du marché qui est exprimé en termes de monnaie ? Il n'y a pas d'autre façon que faire dépendre le taux naturel des anticipations de prix et plus généralement des 'esprits animaux' des entrepreneurs, qui n'est autre que l'efficacité marginale du capital définie par Keynes (Hicks 1977 p. 66). Cette interprétation n'est certes pas strictement conforme à la théorie de Wicksell, mais elle est en accord avec son esprit. D'ailleurs, il ne serait pas sage « to run on, in the manner of Wicksell's successors, converting the Wicksell model into a sophisticated model of equilibrium over time, current investment depending on expectations and equilibrium a condition in which expectations are not disappointed. All these things which have grown out of the Wicksell model; but when we look at Wicksell in the light of his own experience, we shall surely interpret him in a simpler way » (ibid.). Hicks se réfère ici à Lindahl, mais sa remarque est prémonitoire du jugement que l'on peut porter sur les modèles à la Woodford.

Pourquoi insister sur les déséquilibres qui sont la conséquence d'un taux d'intérêt naturel différent du taux pratiqué par les banques ou imposé par les marchés financiers ? Pour la raison simple que les ajustements requis au cours des périodes de transition ou d'interim ne sont pas forcément ceux que l'on supposerait en comparant simplement l'équilibre de départ et l'équilibre d'arrivée. Prenons comme exemple une situation dans laquelle la productivité du travail est croissante. Plusieurs équilibres sont possibles. La hausse de la productivité peut, en effet, se traduire par une baisse des prix des biens de consommation à salaires nominaux constants ; elle peut aussi se traduire par une hausse des salaires nominaux sans baisse de prix des biens de consommation, ou par toute situation intermédiaire. Chacun de ces scénarios peut être considéré comme reflétant un état naturel. Il existe, ainsi, autant de taux d'intérêt d'équilibre qu'il y a de taux de variation des prix : le taux d'intérêt naturel est un pseudo taux qui prend en compte le mouvement des prix. Si les prix augmentent plus rapidement ou diminuent moins rapidement dans le scénario B que dans le scénario A, le taux d'intérêt naturel en B sera plus élevé qu'en A. Dès lors, pour passer de A à B, soit à un taux d'intérêt plus élevé, le taux d'intérêt du marché doit baisser pour induire une augmentation plus rapide des prix. Le mouvement de taux d'intérêt requis pour passer d'un équilibre à un autre va à l'encontre du fait que le nouveau taux naturel est supérieur à l'ancien (Hicks 1977 p.70).

Ce type de difficulté, propre à une période de transition, surgit notamment quand des changements de technologie ou de préférences, i.e. des chocs réels, se produisent. En supposant que l'économie et la politique monétaire suivie étaient bien adaptées aux anciennes conditions, il faut admettre qu'une modification de la politique monétaire est nécessaire suite à de tels changements. « From the point of view of the old equilibrium, any change in monetary policy is disequilibrating; but it is required that a way should be found from that disequilibrium to a new equilibrium. Can that be done by monetary policy alone? It does not, in these terms, look very likely. The establishment of a rate of interest which is appropriate to the new equilibrium will indeed be required, when the new equilibrium is reached; but it must not be established before that equilibrium is reached. It does not look likely that it can be by monetary policy alone that the economy can find its new equilibrium » (Hicks 1977 p. 72). Ainsi, faute de comprendre les enchaînements hors de l'équilibre, le processus de transition n'est pas maîtrisé ; la politique monétaire seule ne peut satisfaire cet objectif.

Chocs réels, pseudo taux d'intérêt naturel et politique monétaire

Suivant les 'vieilles' théories du cycle, les fluctuations sont considérées comme la traduction de déséquilibres réels. Les causes peuvent être réelles ou monétaires. La propagation est

essentiellement réelle : elle est attribuée à la dynamique endogène de l'investissement. Dans cette perspective, l'inflation et le chômage sont intrinsèquement liés à des défauts de coordination intertemporelle qu'exprime l'*inadaptation* de l'investissement.

Ce sont des chocs réels (technologiques) et pas seulement des chocs nominaux qui sont à l'origine des difficultés de coordination. Ces chocs n'influencent pas seulement le profil de la demande d'un agent représentatif auquel s'ajusterait immédiatement le profil de l'offre. Ils appellent une restructuration de l'offre qui engendre des déséquilibres. Leur naissance provoque des *déformations inévitables* de la structure de la capacité productive qui se propagent au cours du temps. Une économie soumise à un choc technologique, qui s'engage dans la mise en œuvre d'une nouvelle capacité productive qui se substitue progressivement à l'ancienne, suit, en effet, une évolution dominée par des effets d'irréversibilité, en fait, les effets de complémentarité intertemporelle de la production associés à des déséquilibres de marché. La raison en est simple : la production prend du temps ou si l'on préfère il existe un temps incompressible de gestation de l'investissement ; les investissements successifs sont complémentaires les uns des autres (Hicks 1973, Amendola, Gaffard 1988, 1998, 2006).

Suivant l'approche standard, les gains de productivité restent l'expression du seul progrès technique. C'est bien pourquoi on peut théoriquement donner une définition précise du taux d'intérêt naturel. Mais, en fait, la dynamique des gains de productivité n'est pas indépendante de celle de l'investissement. Elle n'est, donc, pas indépendante des effets de la politique monétaire (entre autres facteurs) sur le profil de l'investissement des entreprises. Les fluctuations de l'investissement induites par des choix discrétionnaires ou par l'application de règles en matière monétaire ont des répercussions sur les gains de productivité. Il existe un pseudo taux naturel d'intérêt au demeurant volatile. Les gains de productivité observés traduisent, entre autres, les distorsions de la structure temporelle de la capacité de production qui interviennent comme conséquence de l'introduction d'une technologie supérieure (Amendola, Gaffard, 1998, 2003) ou d'ailleurs d'autres chocs y compris des chocs de demande. Ainsi une augmentation de l'investissement en coût impliquant, à ressources constantes, une diminution de l'investissement en capacité est susceptible d'engendrer une diminution relative du produit final, une diminution de l'emploi, mais aussi une chute des gains de productivité du travail (d'ailleurs d'autant plus forte que les salaires réels sont plus flexibles) qui exprime, en réalité, une distorsion éventuellement temporaire de la structure temporelle de la capacité de production. Cette séquence traduit ce que l'on a désigné comme étant le paradoxe de la productivité (Amendola and Gaffard 2006). En fait, il n'y a nullement

paradoxe, mais un défaut de coordination intertemporelle expliquant que les gains de productivité peuvent chuter, non pas en relation avec les propriétés de la nouvelle technologie présumée supérieure, mais en relation avec les conditions de passage d'une technologie à une autre. Dans ce cas de figure, un pseudo taux naturel de l'intérêt prévaut qui est plus faible que le nouveau taux naturel et sans doute que le taux naturel associé à l'ancienne technologie. Du coup, le maintien du taux d'intérêt monétaire ou *a fortiori* son augmentation crée un écart avec le pseudo taux naturel qui contraint l'investissement. Ainsi, suivant une approche Wicksellienne, il serait opportun de maintenir l'investissement en capacité, d'accepter l'augmentation de l'investissement en coût qu'implique le changement technologique pour réduire la distorsion temporelle de la capacité productive et de mettre en place, en conséquence, une politique monétaire accommodante. Dans ce cas de figure, il serait, pour le moins inadapté d'augmenter le taux d'intérêt pour répondre aux tensions inflationnistes.

En résumé, alors que le taux d'intérêt réel associé à la nouvelle technologie, une fois celle-ci installée, est normalement supérieur au taux réel associé à l'ancienne technologie, la viabilité du processus d'innovation dépend de l'octroi de crédits supplémentaires aux entreprises, lequel suppose un système financier adapté et une politique monétaire accommodante que signale une baisse du taux d'intérêt monétaire qui épouse le pseudo taux naturel. Il faut que le taux d'intérêt monétaire baisse pour que le pseudo taux d'intérêt naturel puisse augmenter ultérieurement. Sans doute le degré d'accommodement de la politique monétaire est difficile à établir et la politique monétaire seule ne peut pas résoudre les difficultés liées au changement structurel, mais il est certain qu'une politique monétaire restrictive, impliquant un taux d'intérêt réel supérieur au pseudo taux d'intérêt naturel, serait dommageable.

Par ailleurs, à l'opposé de ce que retient l'analyse de la Nouvelle Economie Keynésienne, la possibilité que le taux de marge des entreprises augmente, loin de créer une distorsion en réduisant le niveau d'activité vis-à-vis d'un niveau présumé optimal, peut permettre de réduire l'écart d'investissement, c'est-à-dire, la distorsion dans la structure temporelle de la capacité de production. Les tensions inflationnistes qui en résultent peuvent n'être que transitoires et favoriser la croissance. Toutefois, la marge de manœuvre est étroite si l'on veut maintenir l'économie dans les limites d'un corridor de stabilité du fait des perturbations introduites dans la distribution des revenus.

Le dilemme de l'inflation

Le processus d'ajustement à un choc technologique est, sous les hypothèses indiquées, porteur de pressions inflationnistes (et/ou des déficits de la balance commerciale dans des économies

ouvertes) « because the goods in which the wages (...) will be spent (...) cannot be provided out of the product of the labour which is newly employed, for that is not yet ready » (J.R. Hicks 1990, p. 535). Loin d'être en opposition avec une croissance forte et régulière, l'inflation en devient une condition nécessaire pour l'atteindre. Il existe, d'ailleurs, de nombreuses observations empiriques que des taux d'inflation modérés, mais pouvant aller jusqu'à 8-10% n'ont pas d'effets négatifs sur la croissance, bien au contraire.

Pour autant cette inflation doit être non cumulative. Les agents privés doivent avoir des anticipations inélastiques qui proviennent de leur capacité cognitive à déterminer les véritables causes de l'inflation et de la capacité des autorités monétaires à être en phase avec les besoins de l'économie. Bien que réagissant aux déséquilibres de marché, les entreprises déterminent les prix en se projetant dans le futur (de manière 'forward looking'). Le degré de rigidité ou de flexibilité dépend, alors, des implications attendues de la politique monétaire et budgétaire, et notamment de ses implications sur les offres et demandes futures. Une relative *rigidité* dans la formation des prix traduit le fait que les anticipations sont inélastiques au lieu de constituer la source d'un biais inflationniste comme dans le modèle de Woodford. Porteuse de modération des tensions inflationnistes, elle signifie que les entreprises s'attendent à une augmentation future de la capacité qui viendra équilibrer la demande. Elle est garante d'une capacité de croissance relativement équilibrée de l'économie dans le futur. La justification rationnelle en est que les déséquilibres de marché ne communiquent pas les bons signaux et qu'il est de ce fait préférable pour les entreprises d'attendre de disposer de plus d'information avant d'engager des changements de prix qui auront des effets sur l'investissement et les coûts. Ainsi, les rigidités nominales, loin de constituer l'origine des déséquilibres, constituent un moyen de prévenir des déséquilibres réels cumulatifs. En effet, le signe des demandes excédentaires peut différer de celui des demandes notionnelles (Walrasiennes) (Leijonhufvud 1992/2000 p. 46). Les variations de prix ou de salaires qui en résultent n'iront pas dans le bon sens et les effets seront alors d'autant plus dommageables que ces variations sont plus fortes. De fait, « price flexibility does not by itself guarantee that the path of the economy will be a sequence of temporary walrasian equilibria » (Leijonhufvud 1983/2000 p. 65). Il y a bel et bien dans ce contexte un coût de changement de prix. C'est le coût encouru du fait de variations inappropriées des prix qui en justifie rationnellement la rigidité.

Il revient à la politique monétaire de contribuer à contenir les déséquilibres auxquels il aurait été erroné de répondre par des variations excessives des prix. Quand les conditions d'une transition réussie prévalent, en partie en raison d'une politique monétaire active, l'inflation ne

se développe pas comme une promenade aléatoire et les changements courants ne sont pas extrapolés. Les anticipations de prix sont effectivement inélastiques. L'inflation devrait créer les conditions de sa propre extinction. Cela tient à ce que la politique monétaire (la manipulation du taux d'intérêt) affecte le produit actuel mais aussi le produit futur. En contribuant à éviter des fluctuations inappropriées des prix et de l'investissement, la politique monétaire est *temporellement* cohérente.

Ainsi, face aux tensions inflationnistes inhérentes au processus de changement, la Banque Centrale peut essayer de ramener le taux d'inflation à son niveau cible aussitôt que possible, mais avec pour conséquence d'exacerber l'impact initial négatif sur le produit et l'emploi du choc technologique. Elle peut, alternativement décider d'une politique monétaire accommodante impliquant de ramener le taux d'inflation à son niveau cible plus lentement. Cette politique est censée permettre le rétablissement graduel de la coordination requise et simultanément la réduction de l'inflation et du chômage. Elle suppose effectivement que le cible d'inflation soit plutôt de l'ordre de 4% que de 2%. Elle peut toujours être confrontée à un dérapage qui se concrétise dans une hausse du taux d'inflation anticipé.

Le problème auquel est confrontée la Banque Centrale est moins un problème de crédibilité au regard de son engagement à contrôler l'inflation que de capacité à traiter des contraintes financières auxquelles sont soumis les agents et leur impact sur les contraintes réelles. Toutes choses égales par ailleurs, dans le cas évoqué d'un choc appelant une restructuration de la capacité productive, une politique monétaire accommodante consiste à diminuer le taux d'intérêt monétaire, et ce faisant à desserrer la contrainte de financement qui pèse sur l'investissement. Elle provoque, simultanément, une hausse du pseudo taux naturel en favorisant les anticipations de croissance.

Aucune règle posée *a priori* n'est, alors, susceptible de garantir l'évolution souhaitée. Des choix de la Banque Centrale, qualifiés de discrétionnaires, sont nécessaires. L'application stricte d'une règle inadaptée, loin de garantir une prétendue neutralité ne peut qu'engendrer des distorsions réelles. Pour autant la tâche de la Banque Centrale n'est pas simple car il s'agit de faire en sorte que la politique monétaire s'articule correctement avec les comportements des agents économiques, entreprises et ménages.

Politique monétaire et prix des actifs financiers

Une politique monétaire efficace est d'autant plus difficile à établir qu'elle est en relation avec les comportements bancaires et financiers. Les autorités monétaires ont ainsi à se

préoccuper des variations de prix des actifs financiers. L'évaluation des actifs sur le marché financier a une forte influence sur la liquidité disponible et, par suite, sur les dépenses d'investissement et la restructuration de l'activité économique. Il est donc important de savoir en quoi et comment cette évaluation dépend de la politique monétaire. Une politique monétaire restrictive peut déprimer l'évaluation des actifs et par suite le financement de marché des investissements. A l'opposé une politique monétaire accommodante peut résulter dans une augmentation de la valeur des titres et rendre plus facile pour les entreprises d'atteindre leurs objectifs d'accumulation de capital. On peut, ainsi, observer une corrélation entre la diminution du taux de chômage et la hausse de la capitalisation boursière (Fitoussi, Jestaz, Phelps, and Zoega 2000). Cependant, l'accroissement du prix des actifs peut aussi créer des distorsions dans la structure de la capacité productive en entraînant une accumulation de capital excessive au regard de la croissance de la demande et du produit. L'exubérance des marchés peut se traduire par des investissements excessifs au regard de la demande future de biens finals. Le pseudo taux naturel d'intérêt aura été surévalué et un retournement des anticipations est inévitable. Ainsi, augmenter ou diminuer le taux d'intérêt est supposé, suivant les circonstances, aider à réaliser les niveaux requis d'investissement. Un taux d'intérêt trop élevé empêche des investissements nécessaires ; un taux d'intérêt trop bas laisse se faire des investissements inadaptés.

Il y a, en outre, une autre dimension au problème qui tient, non pas aux comportements d'investissement des entreprises, mais aux comportements strictement financiers. L'exigence de rentabilité exprimée par les actionnaires (ou plus exactement par les fonds de pension et par des dirigeants intéressés à la valeur boursière de leur entreprise) entraîne les entreprises à racheter leurs propres actions, à distribuer des dividendes accrus, à procéder à des restructurations visant simplement à augmenter leur rentabilité immédiate. Elle pour conséquence de raréfier le financement des investissements à long terme, c'est-à-dire, des investissements dont le temps de gestation est long et qui coûtent longtemps avant de rapporter. Dans ce cas de figure, des prix des actifs élevés et des taux d'intérêt bas ne sont nullement le garant que les entreprises accèdent au financement nécessaire à l'innovation. Une distorsion se forme dans la structure des investissements, au détriment des investissements à long terme.

Il est certes difficile pour la Banque Centrale de prétendre piloter son taux d'intérêt en se rapportant à l'évolution du prix des actifs financiers. Cela ne fait guère de sens d'introduire le prix des actifs dans la règle de fixation du taux d'intérêt. Mais il est non moins difficile de se

désintéresser du prix des actifs financiers au motif faux que les marchés financiers seraient efficaces. Les autorités monétaires peuvent avoir le point de vue qu'il est préférable d'alimenter en liquidité l'économie quand une bulle spéculative éclate plutôt que d'augmenter le taux d'intérêt avec le risque de provoquer une récession de l'activité économique. Mais cela ne saurait dispenser de politiques de régulation et de politiques prudentielles seules aptes à prévenir la formation de bulles spéculatives. Il ne faut, en effet, pas perdre de vue le coût social mais aussi économique à moyen terme des destructions de capacités et d'emplois qui font suite à l'éclatement de ces bulles. Rien ne dit que la sélection ainsi opérée est efficace. Elle est inévitablement excessive et souvent mal orientée.

Régimes et politiques monétaires

Si le mouvement économique avait la simplicité que suggère la référence à un taux de chômage naturel censé correspondre à un régime régulier de croissance, il serait légitime d'admettre pour la politique monétaire un objectif permanent de stabilité des prix. C'est ce que présume le préambule de l'acte législatif américain sur la Croissance Economique et la Stabilité des prix de 1995, « because price stability leads to the lowest possible interest rates and is a key condition to maintaining the highest levels of productivity, real incomes, living standards, employment and global competitiveness, price stability should be the primary long-term goal of the Board of Governors of the Federal Reserve System » (cité par Akerlof, Dickens, Perry, p. 2). Mais, si le mouvement économique est plus complexe, lié nécessairement à des distorsions de la structure productive et à des déséquilibres de marché, un objectif d'inflation nulle peut, comme nous l'avons vu, constituer un obstacle à l'obtention des gains de productivité et au maintien du plein emploi.

Cependant, la politique monétaire est d'autant moins simple à mettre en œuvre que ni le principe de règles ni celui de choix discrétionnaires ne peuvent être validés. Les déformations endogènes de la structure de la capacité productive rendent la politique monétaire nécessairement active. Pour autant, l'information des autorités monétaires reste *limitée* et procède, comme celle des autres agents, du marché. En conséquence, ces autorités ne savent pas ce qu'est l'intervention strictement appropriée et ne peuvent pas opérer des choix strictement discrétionnaires. L'interaction entre la politique monétaire et les comportements des agents privés est déterminante des forces qui guident l'évolution. Elle est constitutive d'un régime monétaire. L'enjeu de ce régime est toujours le même : comment faire en sorte que, face aux perturbations inévitables qui touchent technologies et préférences, les

fluctuations nécessaires prennent place et ne dépassent pas certaines limites qui définissent un corridor de stabilité ou de viabilité.

L'inefficacité des règles monétaires et budgétaires

Dans un monde supposé Walrasien, si l'inflation excède l'objectif fixé, la Banque Centrale augmente fortement et brusquement le taux d'intérêt pour ramener le taux d'inflation au niveau requis sans délai. Dans un tel monde, le gouvernement devrait être réticent à pratiquer une politique budgétaire expansionniste, car il anticipera que toute augmentation de la demande globale entraînée par la hausse des dépenses publiques sera contrebalancée par une réduction équivalente due à l'action de la Banque Centrale quand celle-ci est indépendante et applique une règle donnée. Toutefois, les choses ne sont pas aussi simples. Dans un monde de fait non Walrasien, rien n'est moins sûr que la convergence est spontanée et rapide vers un équilibre intertemporel. Le taux de croissance potentiel ne dépend pas uniquement des fondamentaux démographiques et technologiques fussent-ils rendus endogènes grâce à l'existence de mécanismes incitatifs spécifiques. Il dépend aussi et surtout des modes de coordination qui sont à l'œuvre dans l'économie. Ces modes de coordination concernent le fonctionnement des marchés et les mécanismes de politique économique. Quand ces modes de coordination sont inappropriés sinon défailants, ils engendrent des fluctuations endogènes et un affaiblissement du taux de croissance potentiel.

Ainsi les règles de politique économique peuvent-elles rendre endogènes des variables comme le taux de chômage qui n'accélère pas l'inflation ou son équivalent le taux de croissance compatible avec la stabilité des prix, lequel est censé en l'occurrence refléter le taux de croissance potentiel. Il suffit, en effet, de rappeler que l'investissement en tant que construction d'une nouvelle capacité de production prend du temps pour conclure qu'une insuffisance récurrente des moyens de financement disponibles peut provoquer des retournements successifs du cycle d'affaires à des niveaux sans cesse plus élevés du NAIRU ou sans cesse plus bas du taux de croissance potentiel. La raison en est simple : l'accumulation requise de capital n'est jamais accomplie quand les tensions inflationnistes se manifestent.

Le choix de politique monétaire contribue à déterminer le profil des fluctuations quand il contribue à cette insuffisance récurrente. Une politique restrictive fondée sur l'application d'une règle rigide (un objectif de quantité de monnaie ou une cible de taux d'inflation) a pour effet de diminuer à chaque nouvelle phase d'expansion le taux de croissance compatible avec la stabilité du niveau général des prix, et d'augmenter, corrélativement, le taux de chômage

correspondant. De quelque manière, elle diminue ce qui peut être défini comme le taux de croissance potentiel qui en l'occurrence n'est plus uniquement déterminé par la technologie. C'est visiblement ce qui s'est passé dans les économies de l'Union Européenne au cours des décennies 80 et 90.

Dans ce contexte, une règle budgétaire peut concourir au même type d'évolution. Ainsi le Pacte de Stabilité et de Croissance établi dans l'Union Européenne entretient et aggrave les fluctuations structurelles. Il induit une baisse des dépenses publiques dans une période de récession accentuant le ralentissement et contribuant en pesant sur l'investissement à réduire la durée de la phase ultérieure de reprise. Il laisse libre cours à la possibilité de baisser les impôts sans baisse corrélative des dépenses publiques en période d'expansion, créant des tensions inflationnistes qui peuvent amener un durcissement de la politique monétaire et un retournement prématuré de la conjoncture. Il n'introduit aucune contrainte effective dans les phases d'expansion du cycle, mais il amplifie des récessions qui ne sont pas interprétables comme des écarts à une tendance prédéterminée, mais bien comme une phase d'une évolution essentiellement endogène qu'il contribue à façonner.

Le 'policy mix' ainsi imaginé est à l'origine de fluctuations qui ont un caractère endogène dans la mesure où il commande le retournement du cycle. Il affaiblit durablement le taux de croissance potentiel et augmentent ce qu'il est convenu d'appeler le taux de chômage structurel.

Le lien ainsi établi entre politique monétaire et politique budgétaire s'entend hors de l'équilibre. Il n'est pas du tout de même nature que celui correspondant à l'arithmétique monétariste déplaisante formulée par Sargent et Wallace (1981) dont l'argumentation est la suivante. Quand la politique monétaire est restrictive et la politique budgétaire laxiste, l'absence de financement monétaire du déficit public fait que la dette publique augmente. Il arrive un moment où la solvabilité budgétaire n'est plus assurée. Sauf réduction drastique du déficit, il n'y a alors pas d'autre solution qu'une monétisation de la dette et, par suite, de fortes tensions inflationnistes. Pour échapper à cette arithmétique, il suffirait d'imposer une règle budgétaire. La différence avec l'analyse évolutionnaire tient à ce qu'ici règle monétaire et règle budgétaire sont requises dans la mesure où il est question de conserver un équilibre intertemporel, de le prémunir contre des interventions intempestives du gouvernement, et non de lisser des fluctuations qui naissent inévitablement des distorsions associées à des changements structurels (d'innovations au sens de Schumpeter, i.e. recouvrant des chocs technologiques mais aussi des chocs de marché).

Quel régime monétaire ?

Un régime monétaire est caractérisé par un ensemble d'anticipations qui gouvernent le comportement des agents privés et qui sont à la fois contrôlées et validées par les comportements des autorités monétaires (Leijonhufvud 1983/2000 p. 57). Il a une dimension institutionnelle. Les régimes monétaires de référence sont le régime de convertibilité et le régime de contrôle monétaire. Chacun de ces régimes est défini en relation avec un objectif de stabilité des comportements et par suite de l'économie elle-même. Toutefois, la question n'est pas de respecter les conditions d'existence d'un régime régulier, mais de créer les conditions d'un contrôle efficace des fluctuations et d'en gérer la dimension endogène.

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

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

politique retenant pour cible le taux d'intérêt et non un agrégat monétaire s'est, alors, progressivement imposée avec pour objectif de contrôler l'inflation.

Une interdépendance est alors apparue entre cette politique et l'évolution des structures de financement au détriment de la stabilité nécessaire impliquant de fournir les moyens de paiement requis au moment requis. Les institutions financières ont répondu à la nouvelle donne monétaire en innovant et en créant de nouvelles pratiques et de nouveaux instruments financiers, rendant l'offre de crédit toujours plus aisée. En outre, les contraintes et régulations issues du New Deal ont été progressivement réduites, permettant aux banques commerciales de modifier leurs pratiques et de concurrencer les banques d'investissement. Les nouveaux instruments financiers ont permis une diversification des risques sous la forme de titres adossés sur des collatéraux constitués de pools de prêts, éliminant apparemment l'avantage détenu par les banques. Celles-ci ont, alors, été forcées d'être davantage orientées vers le marché quand leur part dans le financement global régressait au bénéfice de financement de marché. Dans ce nouveau contexte, la volatilité des taux d'intérêt ne pouvait que jouer un rôle négatif. Des taux trop élevés favorisaient l'innovation financière, des taux trop bas encourageaient la formation de bulles spéculatives. Avec pour résultat une déconnexion entre la politique monétaire et le contrôle des moyens de financement qui ne répondent plus, ni dans un sens ni dans l'autre, aux besoins de l'économie.

L'objectif tenu de limiter sinon de réduire le taux d'inflation n'a en rien assuré la stabilité financière. Au lieu de réduire l'instabilité financière et économique en gardant l'inflation faible et stable, les banques centrales ont créé les conditions d'une instabilité structurelle. Des sommes importantes ont effectivement été allouées aux activités d'innovation, mais sans doute trop importantes : la sophistication des instruments financiers, la titrisation généralisée ont créé des facilités financières qui ont alimenté un excès d'investissement et la formation de bulles spéculatives. Les effets combinés de la libéralisation financière et d'une politique monétaire qui se concentre sur l'inflation et n'établit aucune contrainte sur la croissance du crédit, se sont traduits soit par des excès spéculatifs s'agissant du prix des actifs et des flux de crédit, soit par une restriction excessive de l'activité réelle. Contrairement à ce qui a pu être avancé (Aghion and Banerjee 2006), il n'est pas vrai que c'est un système financier plus développé qui a permis aux Etats-Unis de croître plus vite en assurant le financement des investissements à long terme dans les phases descendantes du cycle. C'est une consommation domestique maintenue à un niveau élevé grâce à un endettement des ménages qui s'est avéré insoutenable. Le fait de se fixer sur l'objectif à court terme de stabilité des prix, en

l'occurrence obtenu grâce à des prix très bas des biens importés et à la politique de change du principal pays exportateur (Leijonhufvud 2009 b), a masqué les déséquilibres structurels.

En outre, la politique monétaire faite d'alternance entre des taux d'intérêt (trop) élevés et de taux d'intérêt (trop bas) en contribuant à transformer le système de financement a participé de la défaillance à orienter dans la bonne direction les ressources financières disponibles. Une politique restrictive a contribué de fait au développement de nouveaux produits financiers avec comme conséquence de déconnecter largement l'offre de crédit de la demande de crédit, mais aussi à assurer une place sans cesse plus importante aux marchés financiers au détriment de l'intermédiation bancaire traditionnelle. Une politique laxiste ou simplement accommodante a contribué à la dégradation de la qualité des crédits. Au fil des années, ce sont les activités innovantes qui ont fini par pâtir de cette situation. Si nul ne peut douter que le financement des nouvelles entreprises a pu bénéficier de la croissance du capital risque et des facilités d'introduction en bourse aux Etats-Unis, il est non moins évident que les marchés financiers ont suivi leur propre chemin qui s'est avéré progressivement moins favorable à la croissance.

Le problème se pose, certes, de la crédibilité de la Banque Centrale. La politique de la Banque Centrale, pour être efficace, doit, en effet relever de l'engagement crédible : c'est le sens même de la notion de régime monétaire. Son action doit être prévisible et, par suite, cohérente avec les anticipations des agents privés. La crédibilité est, cependant, indissociable de l'influence exercée sur l'investissement. Ainsi, comme on l'a vu plus haut, une politique monétaire temporairement accommodante sera crédible si elle peut influencer les anticipations sur les taux d'intérêt 'naturels' futurs en favorisant dans l'immédiat l'investissement porteur de nouvelles technologies. La crédibilité repose, en fait, sur la capacité de la politique de la Banque Centrale de se conformer aux fluctuations nécessaires et à éviter des fluctuations qui auraient des causes strictement nominales (Robertson 1926). Dans un régime de convertibilité, il est inapproprié de garder constant le taux de croissance de la quantité de monnaie interne. Une telle mesure interférerait avec la nécessité d'épouser les demandes légitimes de financement et notamment celles formulées en réponse aux innovations (Leijonhufvud 2001 p. 15). Dans un régime de contrôle monétaire, face à des chocs technologiques ou à tout autre choc impliquant une restructuration de l'appareil productif y compris, d'ailleurs, celui qui est le produit d'une crise financière contrecarée par l'acceptation de déficits budgétaires, il est inapproprié de rechercher une inflation nulle. Une telle mesure est préjudiciable aux demandes nécessaires de financement. La Banque Centrale

doit pouvoir conduire, dans certaines circonstances, une politique expansionniste qui n'ait pas un caractère systématiquement et durablement inflationniste.

Quelle règle pour la politique monétaire ?

En régime de contrôle de la quantité de monnaie, dans un contexte de croissance irrégulière et d'innovations technologiques et financières, l'application de la règle de croissance d'un agrégat monétaire devient problématique à la fois parce que la règle est inefficace et parce que la référence à l'agrégat est peu fiable si l'on veut contrôler effectivement la quantité de monnaie. Il n'est pas facile de satisfaire l'objectif de stabilité des prix en essayant de régler la croissance d'un agrégat monétaire particulier. Dès lors, à l'objectif intermédiaire de masse monétaire se substitue l'objectif de taux d'intérêt. Le problème se pose, alors, de savoir, quelle est la règle qui préside à la détermination du taux d'intérêt par la Banque Centrale. La règle communément admise est celle énoncée par Taylor aux termes de laquelle la Banque Centrale fixerait (ou devrait fixer) son taux d'intérêt en réaction à l'écart du taux d'inflation à sa valeur cible (zéro ou une valeur très faible de l'ordre de 2% par exemple) ainsi qu'à l'output gap, c'est-à-dire en recherchant à la fois à obtenir la stabilité des prix et à se situer au niveau du taux de croissance potentiel (implicitement le taux de croissance du régime régulier en pleine concurrence).

Cette référence à la règle de Taylor n'est en rien contradictoire avec le fait qu'il faille, éventuellement, effectuer un arbitrage entre inflation et croissance (ou emploi). Simplement, les différents avatars de la théorie classique nient que cette question se pose. A long terme, sinon à court terme, le taux de chômage d'équilibre ou structurel est censé être indépendant du taux d'inflation. Stabiliser le niveau général des prix est systématiquement présenté comme permettant d'éviter perturbations et distorsions préjudiciables à la croissance et à l'emploi. Comme si les seules perturbations dommageables étaient des perturbations nominales. Dans le cadre de la Nouvelle Economie Keynésienne il suffit que la Banque Centrale poursuive, par l'intermédiaire de sa politique de taux, un objectif de stabilité des prix pour que le taux de croissance réel soit à son niveau maximum. Réduire l'inflation permet de réduire l'output gap.

Les choses sont pourtant différentes quand la politique monétaire répond à des chocs réels dont les effets ne sont pas solutionnés par la flexibilité des prix, tout simplement parce que les prix optimaux ne sont pas connus et parce que la variabilité des prix n'est pas l'assurance de les découvrir. Dans ce cas de figure, combattre toute dérive inflationniste n'est pas synonyme de rétablir la croissance. Bien au contraire, comme nous l'avons vu, des tensions

inflationnistes transitoires doivent être acceptées pour retrouver un quasi équilibre de croissance. Le choix de la pondération entre les objectifs de prix et de croissance n'est pas trivial. La stabilité des prix aujourd'hui n'est pas synonyme de croissance demain.

Dans des conditions, l'efficacité de la politique monétaire ne saurait procéder d'une quelconque rigidité dans l'application de règles. Elle procède de la capacité à promouvoir une relative inertie des réactions des agents privés et une réelle crédibilité de la Banque Centrale. « If the monetary system were to be 'inelastic', so that the banks were unable to expand, this would interfere with the acceleration of growth that is the appropriate system response to the new Schumpeterian opportunities. This is the kernel of truth in the 'real bills' argument – and recognizing it as such need not entail the belief that the real bills policy doctrine is right, safe or non-inflationary. What it means is that a measure of accommodation by the banking system in response to real cyclical growth impulses is appropriate » (Leijonhufvud 1990/2001 p. 126).

L'accommodation recherchée réside dans l'application même de la règle censée guider la politique de taux d'intérêt (Orphanides, Williams, 2002). La règle proposée par Taylor (1993) peut être formulée de telle sorte que le taux nominal d'intérêt de la Banque Centrale est déterminé par l'estimation du taux d'intérêt naturel augmenté du taux d'inflation courant et des ajustements à l'écart entre le taux d'inflation courant et la cible de taux d'inflation, ainsi qu'à l'écart entre le taux de chômage courant et le taux de chômage naturel estimé. Suivant cette variante l'écart au taux de chômage naturel remplace l'écart au produit potentiel. La particularité de cette règle est d'être établie par référence à un attracteur (un sentier de croissance) unique caractérisé par un taux de croissance potentiel déterminé par la technologie et les institutions.

Dans l'analyse conduite par Orphanides et Williams (ibid.), cette règle est modifiée en y ajoutant l'ajustement à la variation enregistrée du taux de chômage et en introduisant un certain degré d'inertie dans l'ajustement du taux d'intérêt. Elle est mise au regard d'une règle simplifiée qui ne se réfère plus aux grandeurs réputées naturelles et privilégie un ajustement inertiel : l'ajustement du taux d'intérêt monétaire ne dépend plus que des ajustements à l'écart inflationniste et à la variation du taux de chômage. La question est, alors, de savoir laquelle de ces deux dernières règles est robuste dans un contexte de plus ou moins grande incertitude sur la valeur des grandeurs naturelles (ibid.).

Le résultat obtenu est que la règle correspondant à des réactions optimisées n'est pas robuste dans des situations de forte incertitude impliquant des erreurs de mesure importantes alors que

la règle simple est robuste dans tous les cas de figure. Il est alors possible de contraster les politiques monétaires des années 70 avec celles des années 90 aux Etats-Unis de la manière suivante. Pendant la première période, la sous-estimation du NAIRU a conduit à des tentatives vouées à l'échec de diminuer le taux de chômage courant en soutenant la demande. En revanche, dans la dernière période, la surestimation du NAIRU n'a jamais conduit aux politiques restrictives que cette information (erronée) aurait dû provoquer. En d'autres termes, la réussite de la politique monétaire dans la dernière période viendrait qu'au lieu d'appliquer la règle optimisée, elle aurait procédé de l'application de la règle adaptative. Cette analyse conduit évidemment à s'interroger sur la pertinence même du concept de NAIRU. En fait, il y a bel et bien des mouvements du taux de chômage courant qui résultent de mouvements du NAIRU. Il n'y a donc pas d'attracteur unique et c'est ce qui rend difficile de fonder une politique sur une variable dont on ne connaît jamais véritablement et définitivement la valeur. Par ailleurs, dans la dernière période, il y avait vraisemblablement, *de facto*, une surestimation du taux de croissance soutenable, mais ce n'était pas détectable à la seule lecture d'un taux de chômage ne conduisant pas à des pressions inflationnistes. La raison en était les prix faibles des biens importés et la politique de change des pays exportateurs, en l'occurrence principalement la Chine.

En bref, les règles monétaires ne doivent pas être rigides. Ainsi que Hicks l'a souligné, le système de crédit « must be managed by a Central Bank, whose operations must be determined by judgement, and cannot be reduced by a mechanical rule » (1967, p. 164). « A measure of accommodation by the banking system in response to real cyclical growth is appropriate. But there is no easy criterion for exactly what measure of accommodation is appropriate » (Leijonhufvud 1990 p. 126). En fait, dans un contexte de changement structurel, l'adoption de règles rigides, impliquant d'optimiser sous la présomption fautive que les erreurs de perception concernant le taux d'intérêt naturel ou le taux de croissance potentiel sont de faible ampleur, s'avère coûteuse en termes d'inflation et de chômage. La meilleure stratégie n'est pas d'adopter de telles règles, mais de procéder à des ajustements aux changements du taux d'inflation et du niveau d'activité, impliquant un certain degré d'inertie (Orphanides, Williams 2002). L'inertie a une justification simple : augmenter le taux d'intérêt fortement pour contrarier des tensions inflationnistes va peser sur l'investissement et peut induire un excédent de demande dans le futur, autrement dit des tensions inflationnistes futures qui

peuvent d'ailleurs être anticipées⁴. Mais est-ce que cette inertie est suffisante ? La réponse est vraisemblablement négative.

Les limites du pilotage par la politique monétaire

Le risque de dérapage inflationniste existe toujours. Aussi Leijonhufvud suggère-t-il, l'application d'une règle se référant à un plafond de détention des titres gouvernementaux qui laisserait place à la discrétion. « As long as the central bank finds itself well below the ceiling, it can expand or contract, and can execute either policy by targeting a money aggregate, an interest rate, or an inflation rate. But while the authorities would retain short term discretion as long as they stayed below the ceiling, the risk that monetary policy might evolve as a long sequence of predominantly inflationary moves would have been eliminated » (Leijonhufvud, 2001 p. 21). En fait, le même résultat serait obtenu avec une règle de taux impliquant de se référer à un objectif d'inflation à long terme mais de moduler le taux d'intérêt à court terme en fonction de l'inflation et de l'activité économique.

Cependant, ce qu'enseigne l'expérience récente, c'est avant tout la difficulté, sinon l'impossibilité de confier à la politique monétaire la tâche de garantir à elle seule la stabilité macroéconomique et la croissance. Se fier pour conduire cette politique à la seule cible d'inflation est doublement une erreur. Non seulement, comme il a été dit, une inflation modérée est nécessaire pour capter les gains de productivité dans un contexte de changement structurel imposé par l'introduction de nouvelles technologies ou l'élargissement et le redécoupage des marchés. Elle peut aussi être nécessaire quand les économies sont dans une trappe à liquidités et doivent faire face à un risque de déflation (Krugman 1998, Blanchard et alii 2010). Il est, ainsi, des circonstances dans lesquelles la crédibilité requise des banques centrales réside dans leur capacité à soutenir un taux d'inflation relativement élevé, par exemple de l'ordre de 4% pour maintenir des taux d'intérêt réels positifs et aider à la reprise (ibid.). Mais, en outre, l'absence de tensions inflationnistes ne signifie pas l'absence de déséquilibres susceptibles de rendre fragile la croissance enregistrée. Pour autant, ce n'est pas la politique monétaire accommodante qui est responsable de la crise démarrée en 2007. Cette politique était rendue nécessaire pour maintenir un régime régulier de croissance. Certes, ce régime n'était pas longtemps soutenable. Mais la source première des difficultés ne résidait pas dans la politique monétaire. Il faut la rechercher dans le profond changement intervenu

⁴ C'est ce que met en évidence le modèle proposé par Tamborini, Trautwein et Mazzochi (2009) qui met l'accent sur le rôle du taux d'intérêt dans l'ajustement entre l'investissement et l'épargne suivant une perspective effectivement wicksellienne.

dans la répartition des revenus – un changement structurel – et dans son impact négatif sur le taux de croissance potentiel, masqué un temps par l'endettement des ménages effectivement permis par la politique monétaire. En d'autres termes, la politique monétaire n'est pas responsable des dysfonctionnements structurels. Mais elle ne peut pas non plus y pallier à elle seule. En ciblant un taux d'inflation faible ou nul, elle n'est pas à même de contrarier les redistributions drastiques de revenus qui ne relèvent évidemment pas d'un partage qui se serait effectué au bénéfice des emprunteurs, mais qui traduisent une révision des normes sociales ayant peu à voir avec des changements survenus dans les contributions productives des différentes classes de ménages. Typiquement, dans ce cas de figure, la politique monétaire influence le profil de l'évolution à moyen terme en ne masquant que temporairement des déséquilibres globaux avec au bout du compte une destruction massive de capacités et d'emplois. Elle ne peut à elle seule permettre leur résorption.

Le consensus ébranlé voudrait que la politique monétaire soit neutre à long terme et soit finalement une affaire purement technique. Clairement, les études empiriques montrent qu'elle ne l'est pas (De Grauwe and Costa Storti 2008). Pourquoi, fondamentalement, ne l'est-elle pas ? Parce que les événements de court terme sur lesquels elle agit – que ce soit un investissement insuffisant ou une consommation non soutenable – influencent le profil à moyen et long terme de l'économie. Parce que les décisions courantes sont pour partie irréversibles et ont des effets durables. Parce que des arbitrages sont inévitables. « The independence doctrine becomes impossible to uphold, when monetary policy comes to involve choices of inflating or deflating, of favoring debtors or creditors, of selectively bailing out some and not others, of guaranteeing some private sector liabilities and not others, of allowing or preventing banks to collude. No democratic country can leave these decisions to unelected technicians » (Leijonhufvud 2009 b p. 10).

Monnaie, bien-être et stabilité

La question du bien-être n'est pas dissociable de la façon d'envisager le temps. Dans une perspective statique ou pseudo statique, le bien-être est la caractéristique d'un équilibre et sera déterminé au regard de l'influence de telle ou telle variable particulière sur cet équilibre. Ainsi, la détention d'encaisses monétaires oisives associée à un taux d'intérêt nominal positif réduit le bien-être des consommateurs. Leur élimination et l'augmentation du niveau de bien-être requièrent un taux d'intérêt nominal nul, c'est-à-dire un taux d'inflation négatif quand le taux d'intérêt réel naturel est positif (Lucas 2001). De même, les rigidités de prix, en face de chocs technologiques positifs, non seulement, maintiennent le produit en deçà de son niveau

naturel, mais sont aussi un obstacle aux restructurations nécessaires et par suite à l'origine du recul des gains de productivité (et de compétitivité dans une économie ouverte). Elles réduisent le bien-être. Leur élimination appelle des réformes structurelles allant dans le sens d'une plus grande flexibilité sur les marchés de produits et de travail. La théorie sous-jacente du bien-être est, cependant, questionnable. Elle fait l'impasse sur l'articulation temporelle des déséquilibres et sur leur effet en termes de création de richesses et d'emploi des ressources. En fait, elle fait l'impasse sur la question de la stabilité.

Dans une perspective évolutionnaire, il est difficile d'aboutir à une conclusion quantifiable concernant le bien-être global. Les déséquilibres courants sont sans doute une source d'une perte de bien-être, mais seulement au regard d'une situation d'équilibre intertemporel. Ce qui compte, en réalité, c'est la séquence des déséquilibres au cours du temps, qui échappe, par définition, aux modèles d'équilibre général dynamique. Ainsi, que l'inflation constitue une taxe dommageable dans un environnement d'équilibre a un caractère trivial. En revanche, le coût que représente un régime monétaire relevant de la promenade aléatoire (Leijonhufvud 1984/2000) l'est beaucoup moins. L'incertitude et la volatilité des anticipations auxquelles ce régime contribue font qu'une inflation persistante sinon croissante alimente un recul des incitations à investir et une réelle perte de bien-être. En revanche, un régime monétaire qui garantirait un investissement quasi équilibré moyennant des tensions inflationnistes transitoires alimente des gains de croissance et partant de bien-être. Les déséquilibres courants en forme de demandes excédentaires sont incontournables si l'on veut disposer ultérieurement des capacités de production qui permettront d'éteindre les tensions inflationnistes. Que le déficit public soit dommageable dans un environnement d'équilibre a un caractère tout aussi trivial. Le risque d'instabilité l'est beaucoup moins. Le déficit public est un déséquilibre qui répond à des déséquilibres qui l'ont précédé et est générateur de déséquilibres futurs. Ainsi, les déficits, loin d'être le fruit de mauvais comportements des gouvernements, peuvent être tout simplement le moyen de répondre à des comportements inappropriés des acteurs financiers, d'éviter la faillite de ces acteurs et de prévenir une dépression économique. C'est ce qu'enseigne l'expérience récente dans la plupart des pays du monde, c'est ce qu'enseignait l'expérience des pays latino-américains (Leijonhufvud 2009 b p. 14, Vaz 1999). Alors, bien sûr, ces déficits sont susceptibles de conduire à de nouveaux impôts ou une taxe sous forme d'inflation. Mais, d'une part, ces déficits étaient aussi nécessaires qu'inéluctables, d'autre part, ce qu'il adviendra de la solvabilité des gouvernements dépendra de ce qu'il adviendra de la croissance qui dépend pour partie des

déficits en question. C'est bien pour cela que la question n'est pas triviale. C'est bien pour cela que l'édiction d'une règle interdisant les déficits budgétaires pour se protéger de l'inflation future est absurde. Il s'agit de compenser les déficits du jour par les surplus de demain et non de supprimer *ab initio* les déficits.

La politique monétaire comme la politique budgétaire sont là pour contenir une instabilité qui est inhérente à une économie de marché soumises à des changements structurels. Elles sont là pour lisser les déséquilibres, pour permettre qu'ils se compensent dans le temps, non pour prétendre les éliminer. Elles ne suffisent pas, à elles seules, à cette tâche.

Références

- Aghion P. and A. Banerjee (2005): *Volatility and Growth*, Oxford: Oxford University Press.
- Amendola M. and J-L Gaffard (1988) : *The Innovative Choice*, Oxford: Basil Blackwell
- Amendola M. and J-L Gaffard (1998): *Out of Equilibrium*, Oxford: Clarendon Press.
- Amendola M. and J-L Gaffard (2006): *The Market way to Riches: Behind the Myth*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Ball L. (1997): 'Disinflation and the Nairu', in C. Romer and D. Romer eds *Reducing Inflation: motivations and strategies*, NBER Studies in Business Cycles vol. 30, Chicago: University of Chicago Press.
- Blanchard O., Dell'Ariccia G. and P. Mauro (2010): 'Rethinking Macroeconomic Policy', *IMF Staff Position Note*, February 12, SPN/10/03
- Clarida R., Gali J., and M. Gertler (1999) : 'The Science of Monetary Policy : A New Keynesian Perspective', *Journal of Economic Literature*, 37 : 1661-1707.
- De Grauwe P. and C.Costa Storti (2008) : 'Monetary Policy and the Real Economy', in R. Schettkat and J. Langkau eds *Economic Policy Proposals for Germany and Europe*, London : Routledge
- Gali J. (2002) : 'New Perspectives on Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle', *National Bureau of Economic Research*, Working paper 8767.
- Goodhart C.A.E. (2005): 'The Foundations of Macroeconomics: Theoretical Rigour versus Empirical Realism', mimeo, Financial Markets Group, London School of Economics
- Hicks J.R. (1973): *Capital and Time*, Oxford: Clarendon Press.

- Hicks J.R. (1977): 'Monetary Experience and the Theory of Money', in *Economic Perspectives*, Oxford: Clarendon Press
- Krugman P. (1998): 'It's baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap', *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 137-205.
- Leijonhufvud A. (1984): 'Constitutional Constraints on the Powers of Government'.in R. B. McKenzie ed. *Constitutional Economics : Containing the Economic Powers of Governments*, Lexington Books, D.C. Heath Co. Reproduit in A. Leijonhufvud (2000).
- Leijonhufvud A. (1990): 'Monetary Policy and the Business Cycle under "Loose" Convertibility, in A. Courakis and C. Goodhart, eds, *The Monetary Economics of John Hicks*, supplement to *Greek Economic Review* 12. Reproduit in A. Leijonhufvud (2000).
- Leijonhufvud A. (1992): 'Keynesian Economics : Past Confusions, Future Prospects', in A. Vercelli and N. Dimitri, eds, *Macroeconomics : a Survey of Research Strategies*, Oxford : Oxford University Press. Reproduit in A. Leijonhufvud (2000).
- Leijonhufvud A. (2000): *Macroeconomic Instability and Co-ordination*, Cheltenham: E. Elgar
- Leijonhufvud A. (2001): 'Monetary Theory and Central Banking' in A. Leijonhufvud ed. *Monetary Theory as a Basis for Monetary Policy*, London : Palgrave
- Leijonhufvud A. (2009 a): 'Curbing Instability: Policy and Regulation', CEPR Policy Insight No 36
- Leijonhufvud A. (2009 b): 'Out of the Corridor: Keynes and the Crisis' updated version of a paper presented at the conference 'Keynes 125 years – What Have we Learned', Copenhagen – Roskilde April 23-24 2008.
- Lucas R. (2001) : 'Inflation and Welfare' in A. Leijonhufvud ed. *Monetary Theory as a Basis for Monetary Policy*, London : Palgrave
- Mankiw G. (2000): 'The Inexorable and Mysterious Trade-Off between Inflation and Unemployment' *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 7884.
- Orphanides A., and J.C. Williams (2002): 'Robust Monetary Policy Rules with Unknown Natural Rates', *Brookings Paper on Economic Activity* 2: 63-145.

- Robertson D. H. (1926): *Banking Policy and the Price Level*, London: Reprinted Augustus Kelley.
- Sargent T. and N. Wallace (1981) : ‘Some Unpleasant Monetarist Arithmetic’ *Federal reserve Bank Minneapolis Quarterly Review*, Autumn : 1-17.
- Tamborini R., Trautwein H-M, and R. Mazzochi (2009): The Two Triangles: What Did Wicksell and Keynes Know about Macroeconomics that Macroeconomists do not Consider?, Working Paper.
- Vaz D. (1999): ‘Four Banking Crises: Their Causes and Consequences’, *Revista de Economia*, 6 (1).
- Wicksell K. (1898): *Geldzins und Guterpreise*, Jena: Gustav Fisher. Traduction en anglais *Interest and Prices* 1936. Reprinted New York: Augustus Kelley.
- Woodford M. (1999): ‘Revolution and Evolution in Twentieth-Century Macroeconomics’ mimeo Princeton University.
- Woodford M. (2002) : ‘Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy’, mimeo, Princeton University.
- Woodford M. (2003): *Interest and Prices, Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.
- Woodford M. (2009): ‘Convergence in Macroeconomics: Elements for a New Synthesis’, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 1 (1): 267-279.