

# *Working paper*

2016-14

## **LE RETOUR DE L'ÉCONOMIE KEYNESIENNE**

*Xavier RAGOT*  
*OFCE-Sciences Po et PSE (CNRS)*

Mai 2016

**ofce**

# Le retour de l'économie keynésienne<sup>1</sup>

Xavier Ragot,

OFCE et PSE(CNRS)<sup>2</sup>

Mai 2016

## Résumé

La crise économique a généré une profusion de nouvelles recherches en macroéconomie, qui sont peu connues du grand public. La rationalité limitée, l'utilisation des données historiques et des études de cas sont maintenant des outils reconnus. Derrière cette diversification de la profession, la question des rigidités nominales sur le marché des biens et du travail retrouve une place centrale pour comprendre la dynamique européenne et américaine. Les thèmes de la stagnation séculaire, des taux d'intérêt faibles, de la volatilité excessive sur le marché financier, des effets des politiques fiscales et monétaires reposent sur ces rigidités. Si ces travaux retrouvent certaines des intuitions des modèles à prix-fixes du début des années 1980 (Bénassy-Younes-Malinvaut), les modèles récents sont plus complexes pour être confrontés rigoureusement aux données. Le retour de l'économie keynésienne indiqué par le titre de cet article est le retour de la question des rigidités nominales sur plusieurs marchés en équilibre général.

Mots clés : rigidités nominales, équilibre macroéconomique, méthode de la macroéconomie.

Classification JEL : B22, B40, E12.

---

<sup>1</sup> Une version révisée de ce texte est parue dans la *Revue d'Economie Financière*, n°121, mars 2016, pp. 173-185.

<sup>2</sup> [xavier.ragot@ofce.sciences-po.fr](mailto:xavier.ragot@ofce.sciences-po.fr).

La crise des *subprimes* commencée aux Etats-Unis et la période de convalescence de l'économie mondiale mettent en lumière plusieurs faits saillants : l'ajustement lent des prix, aussi bien sur les marchés des biens que sur le marché du travail, la présence d'un chômage de masse dans les pays du Sud de la zone euro, l'existence de multiplicateurs budgétaires élevés, l'existence d'une trappe à liquidité pour la politique monétaire. Tous ces éléments, présentés dans la première partie de cet article, étaient absents des modèles macroéconomiques standards qui représentaient une synthèse de la pensée macroéconomique avant la crise. Ces modèles qualifiés de Néo-Keynésiens, sont en fait plutôt néo-Wickselliens et reposent sur la notion de taux d'intérêt naturel plutôt que de demande effective, comme on le montre dans la seconde partie de cet article. Les développements récents de la théorie macro-économique modélisent de manière bien plus réaliste le fonctionnement du marché des biens et services et le fonctionnement du marché du travail. Ces développements retrouvent les intuitions au cœur de l'économie keynésienne, comme la sous-consommation ou le paradoxe de l'épargne. Certains des mécanismes étaient identifiés dans les modèles dits à prix-fixes avant les années 1980 (Barro-Grossman 1977; Benassy 1986 parmi d'autres). Ces modèles retrouvent ces intuitions dans des cadres qui permettent une confrontation plus rigoureuse aux données. Le caractère keynésien ou néo-classique de l'économie ne devrait pas être un enjeu politique ou théorique, mais plutôt un enjeu empirique. Les résultats économétriques (Challe, Matheron, Ragot, Rubio-Ramirez 2015) indiquent par exemple que l'économie américaine se comporte de manière keynésienne dans les grandes crises, et de manière non-keynésienne dans les crises de moindre amplitude, ce qui devrait guider la politique économique.

## **I - Les dysfonctionnements des économies révélés par la crise**

Huit années après le début de la crise des *subprimes* commencée en 2008 aux Etats-Unis, la terne convalescence économique cache une divergence des conjonctures entre les pays. Si les Etats-Unis ont durablement retrouvé un taux de chômage faible (avec un taux d'emplois faible, il est vrai) et connaissent une croissance élevée, la croissance dans la zone euro est poussive, et la croissance chinoise connaît un ralentissement marqué. Cette hétérogénéité des situations économiques est perceptible au sein de l'union européenne. Les taux de chômage anglais et allemand sont de l'ordre de 5%, le taux de chômage français est le double. Le taux de chômage espagnol est plus de deux fois le taux de chômage français. Cette hétérogénéité est aussi le résultat des politiques économiques menées dans les différentes régions du monde<sup>3</sup>. Les Etats-Unis ont mené tôt des politiques budgétaires et monétaires très accommodantes. La dette publique des Etats-Unis ou de la Grande-Bretagne rapportée au PIB a crû de plus de 40% entre 2007 et 2014, alors que la dette publique de la France a cru de l'ordre de 30% pendant la même période<sup>4</sup>. De même, la politique monétaire de Quantitative Easing, consistant en un rachat massif de dettes publiques par les banques centrales, a commencé dès 2009 aux Etats-Unis pour ne débiter qu'en 2015 dans la zone euro<sup>5</sup>.

Cette période a-t-elle changé en profondeur la façon dont les économistes comprennent le fonctionnement des économies de marché? De nouvelles théories ont-elles émergé pour rendre compte

---

<sup>3</sup> Le panorama macroéconomique n'est qu'esquissé ici. Voir le rapport iAGS2016 par exemple, pour une présentation plus détaillée de la situation de chaque pays.

<sup>4</sup> Voir par exemple les données sur le site Fred <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GFDEGDQ188S>.

<sup>5</sup> Il convient de noter la grande incertitude macroéconomique en cette année 2016. Les fluctuations des indices boursiers, l'incertitude sur la croissance de court et moyen terme indiquent à quel point il est difficile de conclure à la fin de la période de convalescence de l'économie mondiale. A cette incertitude endogène, s'ajoute l'incertitude sur les effets du changement climatique et des déplacements des populations en Europe.

soit de l'instabilité macroéconomique de 2008, soit de la lenteur et de la diversité des rythmes de rétablissement? La recherche économique a fait preuve d'une très grande diversité des approches après la crise de 2008, qui n'est pas perçue par le grand public. Que ce soit le rôle de l'irrationalité des acteurs financiers dans l'instabilité financière (Schleifer et Vishny 2010, Dubbecq, Mojon Ragot 2014), le rôle des inégalités dans la macroéconomie (notamment les travaux de T. Piketty ou de Kumhof Rancière et Winant 2015), la prise de risque excessive du secteur bancaire du fait du soutien implicite des états (Farhi et Tirole 2012), le rôle de la dérive de l'endettement comme facteur de crise (Schularick et Taylor 2012), de nombreuses pistes sont aujourd'hui explorées. A la diversité des sujets, s'ajoutent la diversité des méthodes, comme l'analyse des données des ménages ou d'entreprises, les données historiques, ou les modèles théoriques. Cette diversité, voire profusion, peut donner l'image d'une dispersion de la pensée et de la perte de cohérence. Parmi tous ces mécanismes, qu'est-ce qui est important pour la macroéconomie? La hiérarchisation des mécanismes et des modèles est essentielle pour l'analyse économique car les implications de politiques économiques peuvent être contradictoires ou, difficulté additionnelle, peuvent renvoyer à des temporalités différentes. La dette publique est un exemple particulièrement important. La question n'est pas tant le niveau optimal de dette publique mais le rythme de convergence d'un niveau observée vers un niveau optimal. Malheureusement les modèles de long terme n'incluent pas des mécanismes de court-terme. Il faut donc prendre l'ensemble des modèles produits de l'analyse économique pour les penser ensemble. Chaque modèle doit être pensé comme un mot qui aide à produire une narration expliquant la situation économique dans toute sa complexité. L'enjeu n'est pas seulement intellectuel, il s'agit plus prosaïquement de ne pas faire d'erreur de politique économique, ou de ne pas promettre l'impossible.

Cet article avance l'idée que l'on assiste à un renouveau de la pensée keynésienne avec de nouveaux outils : la notion de demande effective, donc de sous-consommation et de sous-investissement, est maintenant re-conceptualisée. Cette affirmation pourrait paraître saugrenue pour deux raisons. Il est tout d'abord étrange d'affirmer que la modernité prend la forme d'un retour à Keynes, qui est le plus ancien des macroéconomistes. Cette contradiction est bien sûr apparente, le retour aux réflexions autour de la demande effective se fait au sein d'un corpus théorique bien plus précis et développés. Ensuite, comment invoquer un retour à la pensée keynésienne, alors que le consensus parmi les macroéconomistes et les institutions internationales (notamment au sein des banques centrales) est réalisé depuis le début des années 2000 autour de modèles Néo-Keynésiens? Le retour keynésien n'est-il pas déjà réalisé dans la pratique? Une précision s'impose en effet. Il sera démontré plus loin que ces modèles DSGE dits Néo-Keynésiens sont en fait Neo-Wickselliens, et ne reposent pas sur une conception de la demande agrégée mais sur une notion de taux d'intérêt naturel<sup>6</sup>.

### ***Contenu informationnel des prix et inefficiences des marchés***

Au sein de la théorie macroéconomique, la théorie keynésienne regroupe souvent de manière indistincte tous les modèles au sein desquels la seule coordination par le système de prix est

---

<sup>6</sup> Une dernière critique avance l'incongruité d'un retour à Keynes alors que les nouvelles technologies de l'information et de la communication nous projettent dans une période schumpetérienne de destruction-créatrice et d'innovations radicales, qui pourraient, par exemple, de contribuer à une réduction de la consommation d'énergie fossiles et d'émission de CO2. Plutôt qu'opposition, il faut ici penser complémentarité des analyses. On assiste certes indéniablement à une forme nouvelle de progrès technique, la question posée est comment ce progrès technique se transforme en croissance à court et moyen terme. Les réflexions de nature keynésiennes consistent à se demander si le progrès technique peut accroître le chômage à court et moyen terme et donc à penser la période de transition avant que le changement technique ne s'épanouisse dans de nouvelles pratiques

inefficace<sup>7</sup>. Elle s'oppose donc à la théorie des marchés efficients. En résumant, l'approche des marchés efficients regroupe les considérations à la fois walrassiennes et autrichiennes<sup>8</sup>. Dans ce cadre, la seule concurrence entre les acteurs économiques conduit le système de prix à résumer toute l'information pertinente. La coordination par les prix aboutit soit à un optimum social, (approche walrassienne) soit plus modestement au moins mauvais des mondes possibles (approche autrichienne). L'approche keynésienne considère que le contenu informationnel des prix n'est pas adéquat et que l'économie peut se trouver en situation de sous-emploi des facteurs donc en situation de chômage involontaire. L'intervention publique peut améliorer la situation économique en modifiant des quantités échangées sur les marchés : des quantités de biens pour modifier la demande et l'activité économique, la quantité de monnaie, la quantité de crédit ou encore la quantité de dette publique. Il existe une quantité formidable de modèles qui conduisent à un contenu informationnel inadéquat des prix. Ces modèles peuvent être fondés sur l'incomplétude des marchés financiers, sur les asymétries informationnelles qui aboutissent à des contraintes de crédit, sur des comportements sophistiqués de formation des anticipations, ou au contraire des comportements routiniers, ou encore des limites dans les capacités des acteurs économiques à simplement traiter l'information (Sims 2005) .

Le contenu informationnel inadéquat des prix peut aboutir à des symptômes opposés. Le premier est une volatilité excessive. Ce mécanisme est présent sur les marchés financiers et son identification précise a été récompensée par la remise du prix Nobel d'économie à Robert Schiller. Le second symptôme est un mouvement trop lent des prix par rapport au changement de situation économique. Ce phénomène, qualifié de rigidités nominales, s'observe sur les marchés des biens et services et sur le marché du travail. La période de convalescence économique est keynésienne en ce que l'on observe un retour spectaculaire des rigidités nominales et de la volatilité financière.

### ***Le retour des rigidités nominales***

Quatre exemples permettent de mesurer l'amplitude des rigidités nominales pour les économies développées. Le premier est la crise de la zone euro en général et de la Grèce en particulier. Le cœur des déséquilibres macroéconomiques dans la zone euro provient de la différence des balances commerciales et courantes qui conduit à une polarisation entre les pays Nord, comme l'Allemagne, qui sont fortement exportateurs et des pays du Sud, comme l'Espagne qui sont fortement importateurs et qui s'endettent donc par rapport au reste du monde. La cause de ces déséquilibres n'est pas une politique fiscale irresponsable (rappelons que la dette publique espagnole était inférieure à 40% du PIB en 2007) , mais l'évolution différenciée des salaires. Cette divergence est le produit d'un double mouvement. Les salaires (le coût unitaire du travail en particulier) et les prix des pays du Sud ont cru plus vite que la moyenne européenne. Ensuite, les salaires allemands ont cru bien moins vite que la moyenne européenne, du fait de la modération salariale allemande commencée au milieu des années 1990 (Dustmann et al. 2014). Une estimation des désajustements nominaux (iAGS, 2016, chapitre 3) indique que la Grèce est encore surévaluée de l'ordre de 20% par rapport à la moyenne européenne. Le Moigne et Ragot (2015) comparent les différences entre les dynamiques des prix et salaires entre la France et l'Allemagne pour le secteur des biens échangeables et pour le secteur des biens non-échangeables. L'écart des dynamiques de salaires est manifeste entre les pays pourtant proches sur le plan commercial, et explique de l'ordre de la moitié de l'écart des performances exportatrices des deux pays. Ainsi, les déséquilibres macroéconomiques des balances courantes n'ont pas conduit à des effets correcteurs sur les niveaux des prix et des salaires dans la zone euro.

---

<sup>7</sup> La diversité des approches est présentée dans les deux volumes déjà anciens de *New Keynesian Economics*, MIT Press 1991, coordonnées par G. Mankiw et D. Romer.

<sup>8</sup> L'approche walrassienne est formalisée au sein du modèle d'Arrow et Debreu. L'approche autrichienne repose sur les travaux de F. Hayek Von Mises. Un courant néo-autrichien est toujours actif en économie.

Le deuxième exemple des rigidités nominales est le cas espagnol, plus spécifiquement. La surévaluation de l'Espagne a conduit le gouvernement à s'engager de manière trop brutale dans une politique de dévaluation interne, qui consiste à faire baisser le niveau des prix afin de faire décroître le taux de change interne de l'Espagne au sein de la zone euro. Cette politique a conduit le gouvernement à utiliser les moyens disponibles pour faire baisser les salaires, dans le but de faire baisser les prix. Le résultat n'a pas été celui escompté. Certes les salaires ont baissé, mais les prix ont très peu diminué. En conséquence, les marges des entreprises ont considérablement augmenté, attirant les investissements étrangers<sup>9</sup>. Le retour espagnol se fait donc par une hausse de la part des profits dans l'économie. La part des profits des entreprises non-financières en Espagne, mesurée par l'excédent brut d'exploitation rapportée à la valeur ajoutée a cru 37% en 2006 à 43% en 2014. Dans d'autres pays, des rigidités salariales à la baisse sont identifiées de longue date dans l'analyse économique. Si l'effet sur la consommation est le même, les ménages ne perçoivent pas de la même manière une hausse de l'inflation et une baisse du salaire nominal. Schmitt-Grohe et Uribe (2013) documentent l'existence de rigidités nominales de nombreux pays de la zone euro. Le cas du Portugal est en particulier étudié par Martins (2013).

La faible réaction des prix après la crise ne concerne pas seulement les pays de la zone euro, mais aussi les Etats-Unis. En effet, selon les estimations standards, l'inflation aurait dû décroître bien plus aux Etats-Unis que ce qui a été observé pendant la période 2008-2011. Il existe un vif débat sur les causes de cette désinflation manquante (Coibion et Gorodnichenko 2013 par exemple). Par exemple, une explication est que la crédibilité des banques centrales est telle, que les agents anticipent toujours un taux d'inflation proche de 2% et formulent des revendications salariales ancrées sur cette croyance, quelle que soit l'état de l'économie (Bernanke 2010).

La présentation précédente ne précise pas les causes des rigidités nominales, mais indiquent seulement leur existence sur le marché des biens et du travail. Un second type de rigidités nominales concernent les marchés financiers et est bien plus facile à comprendre : il s'agit de la borne zéro des taux d'intérêt nominaux, baptisée trappe à liquidité. La politique monétaire fixe le taux d'intérêt nominal sur le marché interbancaire. Théoriquement, un taux d'intérêt nominal négatif est impossible car cela reviendrait à taxer la monnaie, et les agents auraient toujours intérêt à conserver leur monnaie en billet de banque (taux d'intérêt nominal nul) plutôt que d'accepter un taux d'intérêt négatif. Dans la pratique, le coût de stockage de billets, les coûts de transaction afférents permettent aux banques centrales de visiter des territoires où le taux d'intérêt est négatif. Il existe cependant une borne inférieure, inconnue certes, pour le taux d'intérêt nominal. La trappe à liquidité est étudié dans de nombreux articles notamment depuis l'expérience japonaise (Krugman 1998; Eggertson and Woodford 2003).

Ainsi, l'on assiste à un retour de nombreuses rigidités nominales dans l'ajustement macroéconomique. Avant de préciser les implications pour la théorie économique et pour la politique monétaire et fiscale, il convient de préciser pourquoi ces rigidités sur plusieurs marchés n'étaient pas au cœur des précédentes théories macroéconomiques, notamment des modèles néo-keynésiens, de type DSGE.

## **II - La modélisation macroéconomique : Wicksell, Keynes, et les agents hétérogènes**

### *Modèles Néo-Keynésiens et néo-Wickselliens : le rôle du taux d'intérêt naturel*

---

<sup>9</sup> (<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00100&plugin=1>)

La modélisation macroéconomique a inclus de longue date la politique monétaire au sein de modèles d'anticipations rationnelles en formalisant les rigidités nominales sur le seul marché des biens. Ce cadre de base a été baptisé, modèle néokeynésien, et repose sur une formalisation de l'inflation qui s'ajuste lentement à l'activité économique. La politique de la banque centrale qui fixe le taux d'intérêt nominal peut influencer le taux d'intérêt réel. Le modèle étudie alors l'effet du taux d'intérêt réel pour l'activité économique. Le cœur Néo-keynésien consiste à identifier le bon niveau de taux d'intérêt réel pour l'activité économique (Woodford 2003). Le cœur des déséquilibres macroéconomiques est alors une déviation du taux d'intérêt par rapport au taux d'intérêt susceptible de stabiliser l'activité économique, dénommé le taux d'intérêt naturel. Par exemple, un taux d'intérêt trop bas pendant trop longtemps amènerait une dynamique déstabilisante de l'endettement, car la demande de crédit augmenterait (coût faible du crédit) aussi bien que l'offre (recherche de rendement), aboutissant à une prise de risque excessive (Dubecq, Mojon Ragot 2014). John Taylor (2010) par exemple explique la crise économique des *subprimes* par un taux d'intérêt trop faible pendant trop longtemps, et donc par une politique monétaire trop accommodante.

La centralité du taux d'intérêt pour l'analyse économique est associée au nom de l'économiste suédois Knut Wicksell. De fait les modèles DSGE néo-keynésiens sont souvent qualifiés de neo-wicksellien (Canzoneri, 2008 par exemple). Le rôle des rigidités nominales est principalement de permettre à la politique monétaire d'avoir un effet réel, car les rigidités nominales n'ont lieu que sur le seul marché des biens. Le modèle de base néo-keynésien devrait donc être rebaptisé néo-wicksellien.

Le rôle de la politique budgétaire permet de rendre compte de la nature wicksellienne de ces modèles. En effet, une hausse de la demande agrégée du fait d'une politique budgétaire accommodante conduit à un multiplicateur budgétaire faible, souvent inférieur à 1 (Woodford, 2010). Probablement pour cette raison, la profession des économistes utilisant ces modèles néo-keynésiens a sous-estimé l'impact récessif des politiques budgétaires restrictives. Le débat empirique sur la valeur des multiplicateurs fait rage, cependant un consensus semble se dégager après les travaux du FMI vers une valeur des multiplicateurs pouvant être largement supérieure à l'unité (IMF, 2012)<sup>10</sup>.

### ***Rigidités nominales: la "vienne" tradition keynésienne***

Les modèles Néokeynésiens introduisant des rigidités nominales sur un seul marché s'opposent à une "vienne tradition keynésienne" qui étudie la présence simultanée de rigidités nominales sur plusieurs marchés. Cette tradition, dite des modèles à prix fixes, repose sur de nombreuses contributions élaborées dans les années 1970 et qui avaient pour objectif de reformuler le modèle keynésien historique (élaboré par Hicks, i.e. le modèle IS/LM) dans un cadre rigoureux. La contribution de Barro-Grossman (1971) a été développée par Benassy (1986) avec la contribution de nombreux économistes français. Ce courant de recherche a presque disparu dans les années 1990 du fait de l'absence de "micro-fondation" de la rigidité des prix à cette époque, au profit des modèles qualifiés de néo-keynésiens<sup>11</sup>. La question est aujourd'hui l'introduction de ces rigidités dans un cadre réaliste. Cela demande un ingrédient supplémentaire, le traitement de l'hétérogénéité

---

<sup>10</sup> Pour avoir de telles valeurs, une grande variété de frictions doivent être introduites dans les modèles macroéconomiques: soit des rigidités nominales sur le marché des biens et sur le marché du travail (Gali, Lopez-salido, Valles 2007), soit des rigidités sur le marché des biens et sur les marchés financiers (borne 0 des taux d'intérêt, Christiano et al 2011). Comme il a été rappelé plus haut, ces "frictions" étaient rarement considérées simultanément avant la crise de 2008, pourtant l'appréhension simultanée des rigidités nominales est précisément la contribution de la "vienne" tradition keynésienne.

<sup>11</sup> Les modèles d'ajustement imparfaits des prix ont été élaborés au début des années 1980 avec les formulations maintenant standard de Calvo, Rotemberg ou de Taylor. La macroéconomie actuelle introduit en effet les

### ***Représentation de l'hétérogénéité/inégalité dans la macroéconomie***

La présence de rigidités nominales conduit à l'existence de chômage involontaire<sup>12</sup>. Des travailleurs ne trouvent pas d'emplois au salaire en vigueur. En présence de chômage involontaire, les agents économiques sont très différents suivant leur trajectoire salariale: l'économie est composée de travailleurs stables et de chômeurs de longue durée, d'entreprises florissantes et d'entreprises luttant pour trouver des clients. La représentation de cette hétérogénéité est une difficulté formidable pour la science économique, qui demande des développements mathématiques inédits. Face à de telles difficultés, la profession des macroéconomistes a suivi deux pistes. La première a consisté à faire comme si cette hétérogénéité n'existait pas. Dans un premier temps, il a été supposé que l'économie était composée d'un agent représentatif, comme une grande famille dont les membres se séparaient pour aller sur différents marchés pour se retrouver le soir au repas familial en mettant toutes les ressources en commun (Merz; Andolfatto). Il ne faut pas être trop sévère avec cette hypothèse hautement irréaliste. Elle est souvent introduite de manière pragmatique car l'on ne sait pas trop comment faire autrement. Cependant, une autre branche de l'économie étudie les modèles dits à agents hétérogènes qui représentent explicitement l'hétérogénéité mais dans des cadres bien plus simples. La tradition des agents hétérogènes provient initialement de contributions en théorie de la monnaie par Bewley-Huggett, (voir Aiyagari (1994) et Krusell et Smith (1998) entre autres). Considérer l'hétérogénéité de la population est incroyablement difficile et repose très souvent sur des simulations numériques qui tirent parti de la puissance croissante des ordinateurs.

### **III - Les nouvelles formulations et le retour du paradoxe de l'épargne de Keynes**

Au terme de cette mise en perspective, il apparaît que la théorie macroéconomique doit donc maintenant introduire des rigidités nominales sur différents marchés dans des modèles à agents hétérogènes. Quelques contributions récentes proposent aujourd'hui une telle synthèse, et se caractérisent par une grande technicité du fait du traitement de l'hétérogénéité des acteurs économiques. Les contributions récentes incluent Ravn et Sterck (2013), ou Gornemann, Kuester, et Nakajima (2012). La contribution la plus quantitative<sup>13</sup> est fournie par l'article de Challe Ragot Matheron et Rubio-Ramirez (2015). Les auteurs introduisent différentes frictions en utilisant des techniques économétriques pour rendre compte des faits saillants 1) l'ampleur des inégalités de revenus et de richesse aux États-Unis, 2) le fonctionnement du marché du travail américain, avec les données maintenant connues, de retour à l'emploi pour les chômeurs et de perte d'emploi pour les

---

rigidités de prix de deux manières différentes. Premièrement, est supposé que les producteurs possèdent des pouvoirs de monopole qui leur permettent de fixer les prix (en tenant compte de la concurrence imparfaite des autres producteurs), le cadre de base est issue de la contribution de Dixit-Stiglitz. Deuxième, il est supposé que les marchés fonctionnent mal et que les vendeurs et acheteurs se rencontrent de manière aléatoire sur les marchés, et décident ensuite du prix de la transaction après une négociation bilatérale. Ce modèle, qualifié de modèle d'appariement, est dû à la contribution de Diamond (1982) qui a reçu le prix Nobel en 2010. Ce modèle d'appariement est maintenant le modèle canonique de modélisation du marché du travail depuis les travaux de Mortensen et Pissarides. Comme l'a souligné Robert Hall le modèle d'appariement peut aboutir à des salaires et prix rigides et possiblement indépendants de la conjoncture économique.

<sup>12</sup> La modélisation du fonctionnement réaliste des marchés aboutit à l'existence de rationnement. Des acteurs économiques voudraient acheter ou vendre au prix en vigueur mais ne peuvent le faire et le prix ne s'ajuste pas. Ce concept abstrait de rationnement prend une tonalité bien plus concrète lorsqu'il est appliqué au marché du travail: Le rationnement est l'autre nom du chômage involontaire.

<sup>13</sup> L'article de Challe Ragot Matheron et Rubio-Ramirez (2015) repose sur un développement de Challe et Ragot (2015). Ce dernier article présente un cadre théorique sans rigidités nominales. De fait, les mécanismes présentés dans l'article sont absents.

employés et enfin 3) des rigidités nominales sur le marché des biens. Ce modèle permet donc de penser la notion de demande effective dans un cadre rigoureux. Plutôt que de décrire la technicité du modèle, il convient de prendre du recul pour identifier les mécanismes en jeu.

Le cœur de la question relative à la demande effective est de savoir si le choix de consommation-épargne des ménages est un choix optimal au sens économique ou si ce choix peut conduire à une demande effective trop faible et donc à une hausse du chômage, ce qui justifie une politique fiscale expansionniste. Par exemple, si les ménages anticipent une hausse du chômage il est parfaitement normal qu'ils décident d'épargner plus pour motif de précaution pour s'auto-assurer contre la perte éventuelle de leur emploi<sup>14</sup>. Cela est parfaitement rationnel sur le plan économique mais conduit à une chute de la demande agrégée, ce qui entraîne une baisse de la production et non des prix, du fait des rigidités nominales qui jouent ici un rôle central. La chute de la demande agrégée accroît le taux de chômage, ce qui augmente l'épargne de précaution (faisant décroître de manière additionnelle la demande agrégée). Les auteurs montrent dans un exercice quantitatif que l'auto-assurance et la chute de la demande agrégée expliquent de l'ordre de la moitié de la chute de la consommation aux États-Unis après la crise de 2008. Cependant, ces mécanismes ne semblent pas à l'œuvre dans les récessions américaines de moindre ampleur. Ainsi par des modèles d'une grande technicité l'on retrouve les intuitions déjà identifiées par Keynes du paradoxe de l'épargne : épargner conduit par définition à ne pas consommer ce qui génère des externalités de demande négative (c'est-à-dire une chute de la demande agrégée) qui conduit à une baisse de l'activité économique et donc du revenu ce qui peut réduire à la fois la consommation et paradoxalement l'épargne elle-même.

Dans un tel cadre il est possible de penser rigoureusement les notions de sous-consommation et de sous-investissement. On le voit, il s'avère que le retour de la pensée keynésienne demande une utilisation de modèles complexes et de techniques économétriques sophistiquées pour confronter le modèle aux données. Cette relative technicisation est utile lorsqu'elle n'est pas utilisée comme un substitut à l'intuition économique mais plutôt comme une manière d'ancrer l'intuition théorique dans un cadre rigoureux permettant une quantification.

### *Demande agrégée et canal de l'offre*

Le mécanisme du paradoxe de l'épargne (*paradoxe of thrift* chez Keynes) repose sur l'existence de rigidités nominales. Sans de telles rigidités, la hausse de l'épargne et la chute de la consommation aboutissent à une évolution des prix qui stabilise l'économie. Avec des prix flexibles, la hausse du taux d'épargne se traduit par une baisse du taux d'intérêt réel ce qui permet aux entreprises d'investir et donc de relancer l'activité économique. En d'autres termes, sans rigidités nominales le canal de la demande disparaît au profit du canal de l'offre qui passe par l'augmentation de l'investissement et est très stabilisateur pour l'économie. Challe, Matheron, Ragot et Rubio-Ramirez (2015) montrent que le canal de la demande prédomine lors de récessions importantes, comme celle de 2008, alors que le canal de l'offre peut dominer lors de petit retournement de l'activité d'amplitude faible. Au fond, et comme l'on peut s'y attendre, la question de savoir si le monde se comporte de manière keynésienne, c'est-à-dire avec la présence forte d'externalités de demande, ou de manière néo-classique est une question empirique et non théorique.

---

<sup>14</sup> L'auto-assurance dans un tel cadre est le résultat de l'incomplétude des marchés d'assurance, dans la tradition de Bewley-Huggett-Aiyagari : l'auto-assurance est un substitut à l'assurance.

## Conclusion

Le retour de la pensée keynésienne est d'abord une réalité empirique avant d'être une posture théorique. La crise ouverte en 2008 aux États-Unis, puis la gestion de la crise de la zone euro ont montré à la fois la présence de rigidités nominales importantes, l'existence de multiplicateur budgétaire élevé, la contrainte de la trappe à liquidités du fait de contraintes sur le taux d'intérêt nominal, et enfin une hausse importante du chômage involontaire. Tous ces éléments sont au cœur de la macroéconomie et Keynésienne, mais demandent aujourd'hui des modèles sophistiqués pour être confrontés aux données. La discipline économique se technicise et s'éloigne parfois de plus en plus de la teneur politique des débats de politique économique. La question de savoir si le monde se comporte de manière Keynésienne ou en lien avec la politique de l'offre ne devrait pas être un enjeu politique mais plutôt un débat intellectuel rigoureux. Au terme de ce panorama, il nous faut conclure au retour de la pensée keynésienne.

## Références

- Aiyagari, S. (1994), "Uninsured Idiosyncratic Risk and Aggregate Saving," *The Quarterly Journal of Economics*, 109, 659–84.
- Auerbach, A et Y Gorodnichenko (2012), "Measuring the Output Responses to Fiscal Policy", *American Economic Journal: Macroeconomics* 4(2): 1-27.
- Barro, R. et H. Grossman, (1971), "A General Disequilibrium Model of Income and Employment", *American Economic Review* 61(1): 82-93.
- Benassy, J.-P., (1986), *Macroeconomics: An Introduction to the Non-Walrasian Approach*, Academic Press:Orlando.
- Bernanke, B. (2010), "The Economic Outlook and Monetary Policy", speech delivered at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 27 août.
- Challe, E. et Ragot X. (2016), "Precautionary saving over the business cycle", *The Economic Journal*, 126(590): 135-164.
- Challe, E. Matheron, J., Ragot X. et Rubio-Ramirez J. (2015), "Precautionary saving and aggregate demand", *Document de travail*, décembre.
- Canzoneri, M., R. Cumby, B. Diba et D. Lopez-Salido, (2008), "Monetary Aggregates and Liquidity in a Neo-Wicksellian Framework", *Journal of money credit and banking*, 40 (8): 1667-1698.
- Christiano, L, M Eichenbaum, et S Rebelo (2011), "When Is the Government Spending Multiplier Large?", *Journal of Political Economy* 119(1): 78-121.
- Coibion, O., et Y. Gorodnichenko (2015), "Is the Phillips Curve Alive and Well After All? Inflation Expectations and the Missing Disinflation", *American Economic Journal*, 4(1), janvier.

- Diamond, P. (1982), "Aggregate Demand Management in Search Equilibrium" *Journal of Political Economy*, 90(5).
- Dubecq, S., B. Mojon, et X. Ragot (2015), Risk-Shifting, Fuzzy Capital Constraint, and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy", *International Journal of Central Banking*, 11(1): 71-101, janvier.
- Dustmann C., B. Fitzenberger, U. Schönberg et A. Spitz-Oener, (2014), "From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany's Resurgent Economy", *Journal of Economic Perspectives*, 28(1): 167-188, décembre.
- Eggertsson, G. B. (2011), "What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rates?" *NBER Macroeconomics Annual* 25: 59-112.
- Eggertsson, G. B., et M. Woodford. (2003), "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy.", *Brookings Papers on Economic Activity*, (1): 139-234.
- Farhi, E. et Tirole, J. (2012), "Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts" *American Economic Review*, 102(1): 60-93, février.
- Galí, J. D. López-Salido et J. Vallés (2007), "Understanding the effects of government spending on consumption"; *Journal of the European Economic Association*, 5(1): 227-270.
- Gornemann, N., K. Kuester, et M. Nakajima (2012), "Monetary Policy with Heterogeneous Agents", *Working Papers 12-21*, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
- iAGS (2016), *Give Recovery a Chance*, 116 pages.
- IMF Global Prospects and Policies report 2012, page 43
- Jorda, O. (2005), "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review* 95(1): 161-182.
- Krugman, P. R. (1998), "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 137-205.
- Krusell, P. et A. A. Smith (1998), "Income and Wealth Heterogeneity in the macroeconomy," *Journal of Political Economy*, 106, 867-896.
- Kumhof, M., R. Rancière, et P. Winant (2015), "Inequality, Leverage, and Crises." *American Economic Review*, 105(3): 1217-45.
- Le Moigne, M., Ragot X. (2015), "France Allemagne : une histoire du désajustement européen", *Revue de l'OFCE n° 142*.
- Martins, F., (2013), "Survey evidence on price and wage rigidities in Portugal", *Working papers 12*, septembre.
- Owyang, M, V A Ramey et S Zubairy (2013), "Are Government Spending Multipliers Greater during Periods of Slack? Evidence from Twentieth-Century Historical Data", *American Economic Review Papers and Proceedings* 103(3):129-34, mai.
- Ramey, V A (2011), "Identifying Government Spending Shocks: It's All in the Timing", *Quarterly Journal of Economics* 126(1): 51-102.

Ravn, M. et V. Sterck (2013), "Job Uncertainty and Deep Recessions," Mimeo, University College London.

Ramey, V A et S Zubairy (2014), "Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from U.S. Historical Data" *NBER Working Paper* No. 20719.

Schleifer A. et R. Vishny (2010), Unstable Banking, *Journal of Financial Economics*.

Schmitt-Grohé S. et M. Uribe, (2013), "Downward Nominal Wage Rigidity and the Case for Temporary Inflation in the Eurozone", *Journal of Economic Perspectives* 27(3): 193-212.

Schularick M. et J. Taylor (2012), "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises", 1870-2008, *American Economic Review*.

Sims, C. (2005), "Rational Inattention: A research agenda", Deutsche Bundesbank, a research agenda.

Taylor, John (2010), "Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis" John B. Taylor, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 92(3): 165-76, mai/juin.

Woodford, M (2003), *Interest and Prices*, Princeton University Press.

Woodford, M (2011), "Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier," *American Economic Journal: Macroeconomics* 3(1):1-35.