

Table des matières

Préface à la huitième édition française	VII	3.3 L'équilibre sur le marché des biens . . .	56
PARTIE I INTRODUCTION	1	3.4 L'épargne égale l'investissement, une autre manière de comprendre l'équilibre sur le marché des biens	59
Préambule au manuel	1	3.5 Est-ce que le gouvernement est omniscient? Une mise en garde	60
Chapitre 1		Chapitre 4	
Un tour du monde	3	Les marchés financiers (I)	67
1.1 La crise	3	4.1 La demande de monnaie	68
1.2 Les États-Unis	8	4.2 La détermination du taux d'intérêt (I)	71
1.3 L'Union européenne et la zone euro	12	4.3 La détermination du taux d'intérêt (II)	76
1.4 La Chine	17	4.4 La trappe à liquidité	83
1.5 Une esquisse de la suite du livre	20	Pour en savoir plus	87
Annexe : où trouver les chiffres?	21	Chapitre 5	
Annexe : où travaillent les macroéconomistes?	24	Le modèle IS/LM	91
Pour en savoir plus	24	5.1 Le marché des biens et la courbe IS	91
Chapitre 2		5.2 Les marchés financiers et la relation LM	97
Les grandeurs de la macroéconomie	27	5.3 Le modèle IS/LM	98
2.1 La production globale	27	5.4 Le <i>policy-mix</i>	102
2.2 Le taux de chômage	34	5.5 Le modèle IS/LM décrit-il réellement ce qui se passe dans l'économie?	111
2.3 Le taux d'inflation	37	Pour en savoir plus	117
2.4 La production, le chômage et le taux d'inflation : la loi d'Okun et la courbe de Phillips	40	Chapitre 6	
2.5 Le long terme, le court terme et le moyen terme	42	Les marchés financiers (II) – Le modèle IS/LM étendu	121
Annexe : la construction du PIB réel et les indices en chaîne	44	6.1 Taux d'intérêt nominaux et réels	121
PARTIE II LE COURT TERME	51	6.2 Risque et prime de risque	125
Chapitre 3		6.3 Le rôle des intermédiaires financiers	127
Le marché des biens	51	6.4 Le modèle IS/LM étendu	132
3.1 La composition du PIB	51	6.5 D'une baisse des prix de l'immobilier à une crise financière, et d'une crise financière à une crise macroéconomique	135
3.2 La demande de biens	53	Pour en savoir plus	147

Chapitre 7

Le marché du travail 151

7.1 À propos du marché du travail 151

7.2 L'évolution du chômage 155

7.3 La détermination des salaires 158

7.4 La détermination des prix 163

7.5 Le taux de chômage structurel 164

7.6 Et maintenant ? 168

Annexe : l'analyse *WS/PS* comparée à celle de l'offre et la demande de travail 170

Pour en savoir plus 171

Chapitre 8

La courbe de Phillips, le taux de chômage naturel et l'inflation 173

8.1 Inflation, inflation anticipée et chômage 175

8.2 La courbe de Phillips et ses mutations 177

8.3 La courbe de Phillips et le taux de chômage structurel 183

8.4 Conclusion et mises en garde 185

Annexe : de la relation d'offre globale à la courbe de Phillips 191

Chapitre 9

Du court terme au moyen terme : le modèle *IS/LM/PC* 195

9.1 Le modèle *IS/LM/PC* 195

9.2 Dynamique et équilibre de moyen terme 199

9.3 Retour sur les politiques de consolidation budgétaire 204

9.4 Les effets d'une hausse du prix du pétrole 206

9.5 Conclusions 211

Pour aller plus loin 216

PARTIE III LE LONG TERME 217

Chapitre 10

La croissance économique 217

10.1 La croissance dans les pays riches depuis 1950 217

10.2 Une approche plus vaste du temps et de l'espace 225

10.3 Comment analyser la croissance? .. 229

Pour en savoir plus 235

Chapitre 11

Épargne, accumulation du capital et production 239

11.1 Production et capital 239

11.2 Le rôle du capital humain 251

11.3 Quels sont les ordres de grandeur? 253

Annexe : la fonction de production Cobb-Douglas et l'état stationnaire 260

Chapitre 12

Progrès technique et croissance ... 263

12.1 Progrès technique et taux de croissance 263

12.2 Les déterminants du progrès technique 272

12.3 Les faits empiriques de la croissance : accumulation du capital ou progrès technique? 276

12.4 Le rôle des institutions 278

Annexe : construire une mesure du progrès technique. Application à la croissance de la Chine 286

Pour en savoir plus 288

Chapitre 13

Progrès technique, chômage et inégalités 291

13.1 Le futur du progrès technique 293

13.2 Productivité, production et chômage dans le court terme 294

13.3 Productivité et taux de chômage structurel 298

13.4 Progrès technique et effets redistributifs 303

13.5 Le changement climatique et le réchauffement global 308

Pour en savoir plus 312

PARTIE IV LES ANTICIPATIONS 315

Chapitre 14

Marchés financiers et anticipations 315

14.1 La valeur actuelle anticipée 315

14.2 Prix des obligations et courbe des taux 321

14.3 Marchés financiers et les variations des cours des actions 329

14.4 Le risque, les bulles, les modes et les cours des actions 335

Annexe : arbitrage et prix d'actifs.....	342	Annexe : la démonstration de la condition de Marshall-Lerner	443
Pour en savoir plus.....	344	Pour en savoir plus.....	444
Chapitre 15			
Anticipations, consommation et investissement			
15.1 La consommation.....	347	Chapitre 19	
15.2 L'investissement	354	La production, le taux d'intérêt et le taux de change	449
15.3 La volatilité de la consommation et de l'investissement	362	19.1 L'équilibre sur le marché des biens .	449
Annexe : le calcul de la valeur actuelle anticipée des profits dans l'hypothèse de profits et de taux d'intérêt constants	365	19.2 L'équilibre sur les marchés financiers	451
		19.3 L'interaction des marchés des biens et des marchés financiers.....	455
		19.4 Les effets des politiques macroéconomiques en économie ouverte.....	457
		19.5 Les taux de change fixes.....	465
		Annexe : taux de change fixe, taux d'intérêt et mobilité du capital	471
		Pour en savoir plus.....	474
		Pour approfondir	476
Chapitre 16			
Anticipations, production et politique économique.....			
16.1 Anticipations et choix	369	Chapitre 20	
16.2 La politique monétaire, les anticipations et le produit	372	Les régimes de change	479
16.3 Réduction du déficit, anticipations et production.....	375	20.1 Le moyen terme : taux de change fixe et ajustement du taux de change réel.	480
Pour en savoir plus.....	385	20.2 Les crises de change	484
		20.3 Les choix entre les différents régimes de change.....	488
		20.4 Les fluctuations du taux de change.	495
		Pour en savoir plus.....	504
PARTIE V L'ÉCONOMIE OUVERTE			
Chapitre 17			
L'économie ouverte : le marché des biens et des capitaux			
17.1 L'ouverture des marchés des biens .	390	PARTIE VI LES DYSFONCTIONNEMENTS	507
17.2 L'ouverture des marchés financiers .	401	Chapitre 21	
17.3 Conclusions et mise en perspective	409	La Grande Dépression	507
Pour en savoir plus.....	410	21.1 Une baisse durable de la production	507
		21.2 La chute des dépenses	508
		21.3 La contraction de la masse monétaire	510
		21.4 Les effets de la déflation.....	512
		21.5 La reprise	513
		Pour en savoir plus.....	515
Chapitre 18			
Le marché des biens dans une économie ouverte.....			
18.1 La relation <i>IS</i> en économie ouverte .	413	Chapitre 22	
18.2 Le produit d'équilibre et la balance commerciale	418	La grande inflation	517
18.3 L'augmentation de la demande, étrangère ou intérieure	419	22.1 Déficit budgétaire et création monétaire.....	518
18.4 Dépréciation, balance commerciale et production.....	429	22.2 Inflation et encaisses réelles	521
18.5 L'étude dynamique : la courbe en <i>J</i> .	435	22.3 Déficit, seigniorage et inflation. ...	523
18.6 L'épargne, l'investissement et les déficits commerciaux.....	438	22.4 Comment stopper l'hyperinflation?	529

Conclusion	533	26.4 Les dangers de l'endettement excessif	596
Pour en savoir plus.....	534	26.5 Les défis auxquels fait face la politique budgétaire aux États-Unis	598
Chapitre 23		26.6 La crise des dettes publiques dans la zone euro	601
Le chômage en Europe	537	Pour en savoir plus	613
23.1 Les faits à expliquer	537	Chapitre 27	
23.2 La montée du chômage dans les années 1970 et 1980 : un choc d'offre, puis une politique monétaire restrictive pour casser l'inflation	540	La politique monétaire : synthèse .	615
23.3 Le maintien d'un niveau de chômage élevé dans la seconde moitié des années 1980 : la théorie de l'hystérèse	541	27.1 Ce que nous avons appris	616
23.4 L'hétérogénéité croissante dans les années 1990 et le débat sur le rôle des institutions.....	544	27.2 La conduite de la politique monétaire : d'une cible de croissance de la masse monétaire à une cible d'inflation ...	618
Chapitre 24		27.3 Le taux d'inflation optimal	624
La crise liée à la pandémie Covid-19	549	27.4 Les politiques monétaires non conventionnelles	630
Quelle politique économique ?	552	27.5 Politique monétaire et stabilité financière	640
Pour aller plus loin	558	Annexe : les banques centrales en action	647
PARTIE VII LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE	559	Pour en savoir plus.....	656
Chapitre 25		PARTIE VIII ÉPILOGUE	659
Règles et discrétions pour la politique économique	559	Chapitre 28	
25.1 Incertitude et politique économique	560	L'histoire de la macroéconomie	659
25.2 Anticipations et politique économique	563	28.1 Keynes et la Grande Dépression....	659
25.3 Politique et politique économique .	569	28.2 La synthèse néoclassique.....	660
Pour en savoir plus.....	578	28.3 La critique par les anticipations rationnelles	663
Chapitre 26		28.4 Les développements de la macroéconomie jusqu'à la crise de 2009	667
La politique budgétaire : synthèse.	581	28.5 Les premiers enseignements de la crise pour la recherche macroéconomique	672
26.1 La politique budgétaire : ce que nous avons appris.....	581	Pour en savoir plus.....	675
26.2 La contrainte budgétaire de l'État ..	583	Index	677
26.3 Équivalence ricardienne, déficits structurels et financements de guerres	591		



Préface à la huitième édition française

Cette nouvelle édition met à jour l'ensemble des données. Par ailleurs, elle entérine les corrections apportées à la précédente édition, notamment l'ordre qui est désormais celui proposé dans l'édition américaine du livre, allant du court au moyen et long termes.

Alors que cette nouvelle édition était quasiment achevée, la crise du coronavirus a bouleversé les prévisions macroéconomiques et profondément ébranlé les schémas de pensée en vigueur. C'est en effet la première fois qu'une épidémie provoque une récession d'une telle ampleur, non pas du fait du nombre de décès qu'elle entraîne, comme dans les épidémies du passé, mais en raison des mesures sanitaires qui sont prises préventivement pour endiguer sa propagation. C'est évidemment une formidable nouvelle que la conscience universelle fasse désormais passer le souci sanitaire au premier rang des priorités des politiques publiques. Il faut aussi que les gouvernements en assument les conséquences économiques et remédient aux fractures sociales que cette crise économique va induire. Les premières estimations des conséquences économiques de cette crise sont présentées dans ce livre, dans le chapitre 1 introductif, et une mise en comparaison avec la crise de 1929 est également esquissée au chapitre 24. Bien qu'écrits à chaud, nous espérons que ces premiers éléments aideront le lecteur à prendre la mesure de cet événement unique.

Il nous apparaît important de proposer aux utilisateurs de ce livre un guide immédiatement en phase avec les préoccupations du moment. Tout en gardant l'esprit des précédentes éditions, cherchant à ancrer les références au plus près des préoccupations d'un lecteur français, cette nouvelle édition contribuera mieux, je l'espère, à se rapprocher de l'actualité.

Cet ouvrage a bénéficié, comme pour les précédentes éditions, de l'apport incomparable de Cyril Nouveau, gardien vigilant des modifications apportées à ce texte, et de Hadrien Camatte, qui a remis à jour toutes les données et proposé de nombreuses suggestions sur la refonte du livre. Nous remercions également M. Barthélémy de nous avoir fait part de ses commentaires sur l'édition précédente. Nous espérons que les utilisateurs apprécieront cette nouvelle version, et nous accueillerons avec grand plaisir toutes les remarques qu'ils pourront nous adresser pour l'améliorer encore dans le futur.

Merci enfin et encore à Olivier Blanchard, auquel cette nouvelle édition permet d'adresser les hommages de la communauté des macroéconomistes en général et de l'auteur de ces lignes en particulier, pour ses contributions à la compréhension de ce domaine toujours plus vaste.

Daniel Cohen
15 mai 2020

PARTIE I – INTRODUCTION

Préambule au manuel

Achévé de rédiger le 14 mai 2020.

Dans son grand livre *Richesse et Pauvreté des nations*, l'économiste et historien David Landes racontait l'histoire de Nathan Rothschild, mort en 1836 d'une banale septicémie à l'âge de 59 ans. « L'homme qui pouvait acheter tout ce qu'il voulait est mort d'une infection bénigne qui serait soignée aujourd'hui en allant voir n'importe quel médecin. » Cette métaphore permettait à Landes d'inscrire l'histoire économique dans une vaste fresque où le progrès général des connaissances écrasait celui des destins individuels. La crise de la Covid-19 a remis curieusement à l'œuvre, comme en accéléré, cette histoire universelle. Les Français, repliés dans le cercle étroit de leur espace de confinement, suivent les nouvelles concernant la chloroquine, les vaccins, les succès des méthodes de confinement et de déconfinement en Corée du Sud ou ailleurs, comme s'il en allait de leur histoire personnelle. Ils découvrent que la prospérité et le bien-être dépendent bien plus qu'ils ne pouvaient l'imaginer des découvertes des savants... Mais cette crise sanitaire est unique à un autre égard : elle a totalement paralysé l'économie, en l'espace de quelques semaines.

« Comme un organisme placé sous anesthésie, l'économie n'assure plus que ses fonctions vitales » : tel a été le diagnostic de l'Insee pour caractériser le mois d'avril 2020, durant le confinement, estimant que la moitié du secteur privé était alors à l'arrêt. Malgré la reprise progressive du travail, l'économie française devrait connaître une chute spectaculaire d'au moins 8 % du PIB en 2020. Il n'y eut en fait, depuis le début du xxe siècle, que trois épisodes qui l'ont dépassée en intensité : en France, la crise des années 1930, laquelle avait entraîné une baisse cumulée du PIB de presque 20 % (le point bas étant atteint en 1935) ; la Première Guerre mondiale, avec une chute du PIB de 30 % ; la Seconde Guerre mondiale, qui avait provoqué une baisse encore plus considérable de 40 %. Cette crise viendrait après, dans l'ordre de ces grandes calamités. Pour autant, les chiffres sont sans précédent depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Le tableau 1 résume les prévisions établies par la Commission européenne au mois de mai 2020. La France, à l'instar de tous les autres pays de la zone euro, va connaître une croissance négative : la richesse va baisser de presque 10 %.

Tableau 1 Prévisions au printemps 2020 de la Commission européenne

	Croissance du PIB	
	2019	2020*
France	1,3	-8,2
Allemagne	0,6	-6,5
Italie	0,3	-9,5
Zone euro	1,2	-7,7
États-Unis	2,3	-6,5
Chine	6,1	1,0

*Prévisions

Source : Prévisions au printemps de la Commission européenne, mai 2020.

Il y eut certes dans l'histoire humaine bien d'autres épidémies, même à s'en tenir à l'après-guerre – de la grippe de Hong-Kong à Ebola... Cependant, leur coût économique était jusqu'alors proportionné au nombre de morts. Une étude récente a ainsi montré que jamais auparavant une épidémie n'avait provoqué de krach boursier¹. La grippe espagnole avait tué, entre 1918 et 1919, 0,75 % de la population française, l'équivalent de 500 000 morts aujourd'hui. Le coût économique avait toutefois été beaucoup plus limité : 2,25 % de PIB aurait été perdu selon les estimations de Robert Barro².

La crise de la Covid-19 est différente : c'est pour prévenir une catastrophe sanitaire que les économies s'effondrent. Loin d'y voir une aberration, il faut se réjouir que la conscience universelle ait hissé d'un cran l'exigence de protéger les populations contre le risque mortel. L'analogie qui a été faite d'une situation de guerre est évidemment déplacée ; il ne s'agit pas d'envoyer les enfants de la patrie mourir pour elles, mais au contraire de les protéger du risque mortel. Il y a néanmoins des traits de la crise actuelle qui font penser à une économie de guerre. L'État doit prendre en charge l'organisation de l'espace public, des transports en commun, de la sphère professionnelle, voire familiale (en décidant d'envoyer les enfants à l'école ou non). Certains économistes en concluent d'ailleurs que c'est un motif d'optimisme. Puisqu'elle est décidée par les États, la crise s'arrêtera quand ces derniers le décideront... Ce n'est hélas pas si simple. Dans un monde qui pourrait devenir phobique aux relations de face-à-face, les restaurants, les cafés et les salles de concert, lieux essentiels de respiration de notre civilisation urbaine, sont menacés. Le retour à la normale est très lent. Par ailleurs, on ne peut pas exclure qu'une nouvelle phase de confinement devienne nécessaire si le virus devait de nouveau se propager à grande vitesse.

Sous l'effet de cette crise, le déficit public et la dette de l'État vont augmenter considérablement. L'État aura-t-il du mal à se refinancer ? Quel est le rôle de la Banque centrale dans ce processus ? Faut-il craindre une reprise de l'inflation ou, au contraire, s'inquiéter du risque de déflation ? Sous une forme inédite, cette crise pose l'ensemble des questions que ce livre va aborder : la définition des grandeurs économiques, le PIB en tête ; la manière dont une crise peut créer des spirales descendantes qui exigent l'intervention de l'État ; celle dont se forment les prix et les salaires ; enfin, la façon d'envisager l'équilibre macroéconomique à court, moyen et long termes...

1. National Bureau of Economic Research, n° 26945.

2. Robert Joseph Barro est un macroéconomiste américain de réputation mondiale et professeur d'économie à l'université Harvard.