HAL open science

Les développements récents de la macroéconomie post-keynésienne

Angel Asensio, Sébastien Charles, Edwin Le Héron, Dany Lang

To cite this version:

Angel Asensio, Sébastien Charles, Edwin Le Héron, Dany Lang. Les développements récents de la macroéconomie post-keynésienne. Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs, 2011, Post-keynésianisme et théorie de la régulation : des perspectives communes, 10, 10.4000/regulation.9372 . halshs-00664867

HAL Id: halshs-00664867

https://shs.hal.science/halshs-00664867

Submitted on 16 May 2023

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - ShareAlike 4.0 International License

Revue de la régulation
Capitalisme, institutions, pouvoirs

10 | 2e semestre / Autumn 2011
Post-keynésianisme et théorie de la régulation : des perspectives communes

Les développements récents de la macroéconomie post-keynésienne

Recent developments in Post-Keynesian modeling

Los desarrollos recientes de la macroeconomía post-keynesiana

Angel Asensio, Sébastien Charles, Dany Lang et Edwin Le Heron

Édition électronique
URL : https://journals.openedition.org/regulation/9372
DOI : 10.4000/regulation.9372
ISSN : 1957-7796

Éditeur
Association Recherche & Régulation

Ce document vous est offert par INIST - Centre national de la recherche scientifique (CNRS)

Référence électronique
Angel Asensio, Sébastien Charles, Dany Lang et Edwin Le Heron, « Les développements récents de la macroéconomie post-keynésienne », *Revue de la régulation* [En ligne], 10 | 2e semestre / Autumn 2011, mis en ligne le 21 décembre 2011, consulté le 16 mai 2023. URL : http://journals.openedition.org/regulation/9372 ; DOI : https://doi.org/10.4000/regulation.9372

Ce document a été généré automatiquement le 16 février 2023.

Creative Commons - Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International - CC BY-NC-ND 4.0
https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/

Les développements récents de la macroéconomie post-keynésienne

Recent developments in Post-Keynesian modeling
Los desarrollos recientes de la macroeconomía post-keynesiana

Angel Asensio, Sébastien Charles, Dany Lang et Edwin Le Heron

NOTE DE L'AUTEUR

Les auteurs sont membres de l'ADEK (association pour le développement des études keynésiennes). Ils tiennent à remercier le rapporteur anonyme pour ses remarques détaillées, fort pertinentes.

1 La théorie post-keynésienne a connu un renouveau certain depuis 1975[1], avec l'affirmation d'un paradigme alternatif refusant notamment la controverse dépassée entre le « keynésianisme de la synthèse » et le monétarisme. Se plaçant dans les pas des post-keynésiens de première génération (Harrod, Kaldor, Kalecki, Robinson) qui avaient cherché à généraliser la *Théorie générale* au long terme et à traiter les questions du capital et de la répartition des revenus, la nouvelle génération de post-keynésiens se réapproprie la question du court terme, notamment la question monétaire, tout en utilisant plus largement l'ensemble de l'œuvre de J. M. Keynes. Cette renaissance théorique s'est accélérée depuis les années 1990, avec leur opposition au « nouveau consensus », courant dominant qui synthétise les apports des « nouveaux classiques » et des « nouveaux keynésiens ».

2 Ces derniers développent les fondements microéconomiques d'une interprétation néo-classique de Keynes : si l'équilibre économique n'est plus obtenu à court et moyen terme malgré l'hypothèse d'anticipations rationnelles des agents, les causes sont à chercher essentiellement dans les rigidités nominales et réelles des prix et des salaires à court terme, dans l'existence d'une incertitude se traduisant par des asymétries d'informations, et dans de possibles chocs exogènes non anticipés. Ainsi, les « nouveaux keynésiens » sont

pour l'essentiel héritiers des néoclassiques puisque, pour des économistes comme Mankiw ou Blanchard, les politiques conjoncturelles sont sans effet sur les variables réelles à long terme, en particulier sur la production et l'emploi, ces variables finissant toujours par retourner mécaniquement vers leurs « niveaux naturels ».

3 Le souci majeur des travaux post-keynésiens a toujours été de réduire le fossé existant entre la théorie économique et les faits, fossé transformé en gouffre par la théorie dominante. Ainsi les vingt dernières années sont marquées, pour les post-keynésiens, par l'émergence de nouveaux outils théoriques et analytiques, qui s'inspirent, tout en les renouvelant, des travaux des post-keynésiens de la première génération, particulièrement Kalecki, d'économistes fondateurs comme Minsky et des courants institutionnalistes et régulationnistes.

4 Cet article propose de montrer en quoi ces développements sont pertinents pour comprendre le fonctionnement du capitalisme contemporain et en limiter les dysfonctionnements – donc, à la fois aux plans normatif et positif. Nous présentons, dans un premier temps, les principaux développements des dernières décennies : prise en compte de l'endogénéité de la monnaie et du rôle du système bancaire et financier, modélisation de la dépendance au sentier et de la dynamique de longue période, modélisation stock-flux cohérente, développements suscités par les travaux de Kalecki dans le champ de l'analyse dynamique et des interactions entre la croissance économique et la répartition du revenu. Puis dans un second temps, l'importance des politiques macroéconomiques actives orientées vers la demande est réaffirmée, en vue de promouvoir une nouvelle régulation du capitalisme à la fois plus efficace et plus juste que le capitalisme financiarisé, mode de régulation actuel de l'économie globale.

1. Les développements analytiques récents

5 Les principales innovations méthodologiques des post-keynésiens portent sur le rôle du système financier et bancaire dans une « économie monétaire de production », la dépendance au sentier et la dynamique de longue période, la mise en cohérence des stocks et des flux au sein de modèles structurels riches et la modélisation post-kaleckienne.

1. 1. Monnaie endogène, financement et système bancaire

6 L'un des thèmes les plus débattus par les post-keynésiens concerne l'endogénéité de l'offre de monnaie, dont l'origine est difficile à dater, mais remonterait aux débats des années 1950, notamment aux écrits de Robinson (1956), à la critique de Kaldor (1958) envers le monétarisme et à l'approche française initiée par Le Bourva (1962)[2]. D'après Rochon (2007), le positionnement théorique des post-keynésiens sur la question de la monnaie prend forme au début des années soixante-dix (Kaldor, 1970 ; Davidson, 1972), quand Kaldor affirmait que la banque centrale n'avait qu'un faible contrôle sur l'offre de monnaie et que le taux d'intérêt était donc la variable de contrôle, tandis que Davidson affirmait que la banque centrale était disposée à émettre la quantité de monnaie de base nécessaire à satisfaire la demande, de sorte que l'offre de monnaie au bout du compte s'adaptait à la quantité demandée. Le débat qui s'en suivit prolongea la distinction opérée par Moore (1988) entre « horizontalisme » et « verticalisme » (en référence à la pente de la fonction d'offre de monnaie), ainsi que la contribution des « structuralistes » (pour qui

la courbe d'offre était de pente positive[3]). Le débat reste vivace, bien qu'une certaine convergence semble émerger sur des points essentiels (Chick & Dow, 2002 ; Setterfield, 2007a ; Fontana, 2009)[4]. D'autres post-keynésiens ont refusé cette opposition entre horizontalisme et structuralisme (Kregel ; Le Heron, 1986), par exemple en généralisant la préférence pour la liquidité aux banques commerciales. L'étude explicite du comportement des banques commerciales (absentes dans IS-LM et les modèles du « nouveau consensus ») permet, au sein de la théorie de la monnaie endogène (la demande de monnaie reste motrice, mais l'offre peut la rationner), d'intégrer la structure par terme des taux d'intérêt, de comprendre un possible rationnement du crédit (*credit crunch*) et la responsabilité éventuelle des banques dans le chômage ou les bulles spéculatives. Cette thématique se sera ainsi révélée très fructueuse pour l'analyse du système financier, des banques commerciales et de leur rôle dans le fonctionnement de l'économie et la survenue des crises financières. L'influence de Minsky est ici déterminante. Elle aura également contribué au renouvellement de l'approche post-keynésienne de la politique monétaire en termes de gestion des taux d'intérêt.

7 L'endogénéité de la monnaie est aujourd'hui admise par d'autres approches théoriques comme l'école de la régulation ou les « nouveaux keynésiens », bien que ces derniers ne l'admettent que pour mieux évacuer de leurs modèles le marché de la monnaie et le comportement des banques !

1. 2. Dépendance au sentier et dynamique de long terme

8 Les modèles de dépendance au sentier (*path-dependence*) s'inscrivent, pour leur part, dans la continuité des travaux de Kaldor (1934) et de Robinson (1962 ; 1974), qui ont poursuivi cet aspect souvent méconnu des travaux de Keynes. Pour Kaldor, si les économistes veulent comprendre la réalité, ils se doivent de travailler sur des modèles dont les résultats à venir sont indéterminés (*indeterminate outcomes*), par opposition aux modèles néoclassiques caractérisés par des *determinate outcomes*, liés à l'existence d'un équilibre « naturel » de long terme. Dans les modèles à résultats indéterminés, les équilibres dépendent de l'histoire du système économique – chaque pas vers l'équilibre contribue à faire changer les conditions d'équilibre, et donc à faire changer l'équilibre lui-même. Robinson développe pour sa part une distinction proche, puisqu'elle oppose aux modèles néoclassiques, qui opèrent dans un univers de *temps logique* (*logical time*), ceux opérant dans un univers de *temps historique*. Ainsi, "in a historical model, causal relations have to be specified. Today is a break in time between an unknown future and an irrevocable past. What happens next will result from the interactions of the behaviour of human beings within the economy. Movement can only be forward"(Robinson, 1962, p. 26). Dans les modèles qui s'inscrivent dans la lignée de Kaldor et de Robinson, l'indépendance au sentier sera donc l'exception plutôt que la règle.

9 Les modèles post-keynésiens de dépendance au sentier ont pris de multiples formes depuis leur résurgence dans les années 1990 : modèles à préférences endogènes, modèles de *lock-in*, ... Les modèles *d'hystérèse* ont fait l'objet de développements particuliers et ont connu un succès certain après 1985. À l'époque, la divergence entre les prévisions des modèles fondés sur un taux de chômage « naturel » ou un NAIRU et la trajectoire effective du chômage dans un certain nombre de pays devient patente. Les modèles des « nouveaux classiques » prévoyaient un retour relativement rapide, voire instantané, des taux de chômage courant vers leurs niveaux d'équilibre, en particulier à la suite de la mise en

œuvre des politiques de désinflation dans de nombreux pays d'Europe occidentale au début des années 1980. Or, ce prétendu retour s'est fait attendre, ce qui a donné un certain écho aux analyses en termes d'hystérèse (déjà développées dans d'autres champs de l'économie par quelques précurseurs comme Schumpeter, Samuelson, Tobin, Phelps ou Georgescu-Roegen). Il apparaît rapidement que les premiers modèles d'hystérèse proposés par les « nouveaux keynésiens » pour expliquer la persistance du chômage utilisent une définition pour le moins impropre de l'hystérèse, en termes de racine unitaire. Ces modèles possèdent une mémoire éléphantesque (le système économique se souvient de *tous* les chocs économiques quelle que soit leur importance) et adoptent une définition du phénomène correspondant à une propriété que relativement peu de séries temporelle possèdent (une racine unitaire et/ou ses avatars : tests de Phillips-Perron, etc.). Les post-keynésiens comme Skott, Katzner ou Setterfield vont alors s'attacher, dans les années 1990, à redéfinir l'hystérèse pour enrichir le concept, et le rapprocher tant de la réalité observée que de la manière dont Kaldor et Robinson concevaient la dynamique économique. Naissent alors les versions de l'hystérèse en termes de changements structurels endogènes et l'hystérèse vue comme un processus d'ajustement en déséquilibre (voir Setterfield, 1997 ; Lang, 2009).

10 D'autres économistes, dont certains sont régulationnistes vont, pour leur part, choisir d'importer en économie le concept d'hystérèse utilisé dans les autres sciences, et en particulier en physique. C'est le cas, par exemple, d'Amable, Henry, Lordon et Topol (1994) ; de Cross (1993) ; ou encore de Göcke (2003). Ces modèles d'hystérèse possèdent des propriétés remarquables comme la mémoire sélective des chocs, propriétés qui semblent particulièrement adéquates pour décrire la dynamique observée des taux de chômage dans les pays occidentaux dans les années 1980 et 1990. On parlera alors d'hystérèse « forte » (Amable et al, 1995 ; Cross, 1993) ou « véritable » (Göcke, 2003). Dans la version économique de ces modèles, un grand nombre d'entreprises hétérogènes réagissent de manière discontinue à des chocs agrégés. L'hétérogénéité, qui est une condition nécessaire à la présence d'hystérèse, se définit comme l'existence de valeurs-seuils de décision différentes d'une entreprise à l'autre – il s'agit par exemple de valeurs-seuil d'embauche et de licenciement en fonction de la conjoncture économique. Dans ces modèles, caractérisés par la présence d'incertitude radicale au sens de Keynes (1921), l'information accessible aux entreprises se limitera à la connaissance de quelques variables macroéconomiques-clé comme le taux de croissance de l'économie ou le niveau général des prix. L'histoire passée du système, à savoir les extrema non-dominés de la variable pertinente (par exemple, le taux de croissance observé ou le taux d'inflation) changera alors la dynamique du taux d'emploi et le taux d'emploi à l'équilibre. Les équilibres seront donc non seulement multiples, mais aussi changeants au fil de la dynamique, en fonction du comportement des agents. Le taux de chômage d'équilibre, à un instant donné, conservera une mémoire sélective des chocs passés les plus importants (*effet de rémanence*), et l'équilibre portera un indice de temps puisqu'il changera sans cesse avec la dynamique.

11 Ces modèles ont permis de renouveler l'analyse de relations macroéconomiques comme la courbe de Phillips (Cross et al, 2000) ou la loi d'Okun (De Peretti et Lang, 2009). Les modèles d'hystérèse forte possèdent un avantage considérable sur les autres modèles d'hystérèse : l'existence d'une méthodologie empirique de test rigoureuse, mise au point par Cross et al (2000), et perfectionnée, entre autres, par Hallet et Piscitelli (2002) et De Peretti et Lang (2009).

1. 3. Les modèles stock-flux cohérents

12 Un autre volet majeur de la littérature post-keynésienne récente est la modélisation stock-flux cohérente (SFC pour Stock-Flow-Consistent). Les premières tentatives keynésiennes visant à créer des modèles possédant une cohérence des flux et des stocks ont été menées après 1968 sous l'impulsion de Brainard et Tobin à la Cowles Commission de l'université de Yale. Il s'agissait d'ajouter à un modèle de flux IS-LM des stocks dont les contraintes et les évolutions respecteraient celles des flux. En 1983, Godley, associé à Cripps, fournit une nouvelle impulsion cambridgienne à ce type de modélisation. Sa rencontre à la fin des années 1990 avec Lavoie, puis avec Zezza et Dos Santos au Levy Institute fut déterminante et marqua le véritable départ des modélisations post-keynésiennes SFC. L'apport monétaire et post-keynésien de Lavoie, et la tradition cambridgienne de Godley se complétèrent parfaitement. Les modélisations SFC se développent alors rapidement dans le monde : Brésil (Dos Santos), France (Le Heron, Mazier, Mouakil), Italie (Zezza) notamment. Le livre de Godley et Lavoie (2007), associé aux sites Internet de Zezza[5], ont fourni les références fondamentales pour de nouveaux travaux. D'autres modèles adoptant des méthodologies quelques peu différentes ont été développés à la New School for Social Research de New York, notamment par Lance Taylor (2004) ; à Kansas City par Eric Tymoigne (*System Dynamics Modelling*, 2006) ou en Australie par Steeve Keen (modèles en temps continu).

13 Cette forme de modélisation, qui marque un retour des modèles macroéconomiques structurels, est d'abord et avant tout une méthodologie rigoureuse destinée à éviter la confusion des flux et des stocks, « péché originel » en macroéconomie selon Kalecki, et patent dans de trop nombreux modèles. Pour les post-keynésiens, l'analyse macroéconomique est depuis trop longtemps en crise, au profit du développement des seuls fondements microéconomiques, qu'ils soient le fait des nouveaux classiques ou des nouveaux keynésiens. Or, même si les développements microéconomiques récents peuvent se révéler intéressants, ils ne permettent pas de se passer d'une analyse directement macroéconomique. Pour les post-keynésiens, l'importance des institutions, de conventions souvent imprégnées de l'idéologie dominante, de processus mimétiques, ou de « l'état de confiance » des agents justifient que beaucoup de comportements microéconomiques trouvent leur explication dans des phénomènes macroéconomiques et sociaux. En cela, ils sont en accord avec les institutionnalistes et les régulationnistes.

14 Les modèles stock-flux cohérents (SFC) sont construits en trois étapes : les matrices de bilan (stocks) et des transactions (flux) sont écrites selon les secteurs analysés[6]. Il faut ensuite compter les variables et les identités comptables issues de ces matrices. Enfin chaque inconnue est définie avec une équation (équation de comportement ou identité comptable). Ces modèles dynamiques ne sont en rien de simples modèles du circuit de la comptabilité nationale, mais intègrent des marchés, des comportements microéconomiques, des arbitrages de portefeuille. L'intérêt des stocks est fondamental, notamment pour les variables financières ou la prise en compte de l'environnement, mais aussi pour concilier les deux traditions keynésiennes antagonistes de la monnaie comme flux (monnaie endogène) et de la monnaie comme stock (préférence pour la liquidité) (Le Heron, 2002). Ce cadre comptable et les restrictions qu'imposent la cohérence stocks-flux « retirent plusieurs degrés de liberté aux configurations possibles des structures de paiement au niveau macroéconomique, rendant ainsi soluble la tâche de construire des

théories permettant de 'clore' les relations comptables sous la forme de modèles complets » (Taylor). Contrairement aux tentatives néoclassiques du même genre, qui échouent parce que les contraintes, issues de la résolution instantanée par les prix, sont trop fortes, l'approche post-keynésienne fournit de multiples « amortisseurs » (déficits publics, stocks d'invendus pour les entreprises, déficit de la balance extérieure, création monétaire,...) qui facilitent leur résolution. En général, cinq secteurs forment une économie fermée : gouvernement, entreprises, ménages, banques privées et banque centrale (Le Heron et Mouakil, 2008). Des modèles en économie ouverte et même à plusieurs pays existent (Mouakil, 2006) et traitent notamment de la question des taux de change (en particulier au CEPN de Paris 13 : Duwicquet, 2010 ; Mazier, 2010 ; Tiou, 2010).

15 Godley et Lavoie (2001) ont défini la méthodologie SFC de la manière suivante :

> First we assigned values to the various parameters using reasonable stylised facts. Then, we solved the model and found a steady-state solution through a process of successive approximations. Having found a steady sate, we conducted experiments by modifying one of the exogenous variables or one of the economically significant parameters of the model at a time.

16 Cette méthodologie est la même que celle utilisée par les économistes orthodoxes pour leurs modèles dynamiques[7] et, avant eux, par Tinbergen pour les premiers modèles de prévision macroéconomique. Introduire les chocs ou les hypothèses à tester comme variables exogènes permet des simulations alternatives, et ainsi de mieux définir les conséquences éventuelles d'une décision de politique économique dans un univers complexe.

17 Ces modèles de croissance sont dynamiques et déterminent un état stationnaire[8]. Ils intègrent beaucoup de concepts issus de Keynes (demande effective), Kalecki (mark up), Kaldor et plus généralement de la tradition cambridgienne (modèle de croissance et de répartition) associée à la monnaie endogène des post-keynésiens. La tradition minskyenne est également très présente, comme dans les travaux post-keynésiens cherchant à analyser la finance et le comportement bancaire (Le Heron, 2008). Mais ils reprennent également des approches de Tobin : les modèles macroéconomiques doivent suivre la trajectoire des stocks, intégrer plusieurs actifs et taux de rendement, inclure les contraintes sectorielles de budget ainsi que les contraintes d'addition dans les équations de portefeuille. Comme chez Tinbergen, ces modèles peuvent être soumis à des chocs exogènes qui permettent de comprendre la réaction de l'économie à court et moyen terme. C'est pourquoi, lorsqu'on réalise les simulations, il est important de faire la différence entre les effets initiaux dus à un choc exogène (dans les premières périodes de la dynamique) et les effets finaux qui peuvent ne pas être significatifs (retour à un état stationnaire).

18 Même si calibrer de tels modèles macroéconomiques pose des questions méthodologiques très sérieuses, ils peuvent être un outil utile à la compréhension des crises systémiques, notamment par la simulation de divers régimes de régulation et la prise en compte des actifs financiers et facteurs environnementaux dont les dynamiques dépendent également des stocks.

19 La modélisation SFC constitue un cadre méthodologique général dans lequel tous les développements post-keynésiens récents évoqués dans cet article peuvent être intégrés : monnaie endogène, dépendance au sentier, approche kaleckienne et kaldorienne de la croissance et de la répartition, approche minskyenne de l'instabilité financière ... Les modèles SFC à la Godley-Lavoie sont également utilisés dans le cadre de la théorie de la

régulation (Clévenot, 2006 ; Mazier et al., 2010) pour spécifier des régimes de croissance financiarisés ou intégrer la répartition inégale des revenus, grâce notamment aux stocks, nécessaires pour la prise en compte des marchés financiers, et à la séparation des ménages en deux classes (travailleurs et capitalistes) ou des entreprises en deux secteurs (Dallery et Melmiès, 2010). Ils peuvent ainsi constituer un mode de dialogue constructif entre différents courants. Le Heron (2011) a par exemple développé un modèle reprenant 2 des 3 équations du « nouveau consensus » : une règle de Taylor et une New Keynesian Phillips Curve, le reste du modèle, inspiré par les travaux de Minsky, remplaçant la version « nouvelle keynésienne » de la courbe IS.

1. 4. Modélisation de la croissance et de la répartition : les apports néo-kaleckiens et minskyens

20 La modélisation néo-kaleckienne de la croissance représente actuellement la part la plus importante de la littérature post-keynésienne. Les premiers développements relatifs au modèle canonique s'étalent sur une décennie, démarrant avec Del Monte (1975) et se poursuivant avec Rowthorn (1982), Taylor (1983) et Dutt (1984). L'engouement pour ce type de formalisation s'est accentué dès le début des années quatre-vingt dix. Selon Lavoie (2006), une explication plausible à cet état de fait est que le modèle néo-kaleckien de référence, de par sa structure originelle malléable, peut être développé à foison afin d'aborder de nouvelles problématiques. Cette approche se base plus ou moins directement sur les travaux initiaux de Steindl (1952), un ancien étudiant de Kalecki. Un résultat central des modèles néo-kaleckiens consiste à montrer, dans un cadre dynamique, qu'une pression à la baisse sur les salaires réels diminue la demande de consommation et, *in fine*, l'activité économique. Dans ces modèles néo-kaleckiens, ce phénomène bien connu se nomme « paradoxe des coûts » ou « effet *stagnationniste* » : la baisse des coûts, à savoir les salaires, va provoquer une baisse du taux d'utilisation des capacités productives et du taux de profit des entreprises. Ce mécanisme, en apparence contradictoire, passe par la demande. En effet, la baisse des salaires réels entraîne mécaniquement celle du pouvoir d'achat et de la consommation des ménages, conduisant les entreprises à limiter leur production ce qui diminue leur taux d'utilisation et accroît le chômage.

21 Ce n'est que quelques années plus tard que Bhaduri et Marglin (1990) et, dans une moindre mesure, Amadeo (1986) ont mis à jour l'existence d'un cas dual. Dans ce dernier, dit *exhilarationniste*, la hausse du taux de marge des entreprises (donc la baisse des salaires réels) a un effet positif sur l'activité économique. Ici, la baisse des salaires accroît la rentabilité et pousse les entreprises à investir plus, l'effet positif surpassant l'effet négatif venant d'une baisse de la consommation. Une autre conclusion importante des modèles néo-kaleckiens est de maintenir à long terme les résultats de Keynes relatifs au paradoxe de l'épargne, autrement dit l'effet négatif d'une hausse de la propension à épargner sur l'activité. Ici, la parcimonie n'augure en rien des jours meilleurs, bien au contraire : épargner plus provoque simplement une baisse de la demande qui s'adresse aux entreprises, celles-ci diminuent leurs taux d'utilisation en licenciant une partie de leurs effectifs.

22 Toutes ces situations sont analysées au départ dans le cadre de modèles dont la structure est très légère. Ces modèles comportent en effet une fonction d'investissement et une fonction d'épargne dans un cadre de concurrence imparfaite avec chômage. Dans les

modèles basiques, qui se situent en économie fermée, il n'y a pas d'État, ni de variables financières, et les hypothèses concernant les comportements d'épargne des agents sont souvent frustes. Les économistes post-keynésiens ont donc proposé une série d'amendements, visant à enrichir le modèle de base et à traiter de questions fondamentales pour la stabilité du système économique. Deux extensions récentes méritent une attention toute particulière, à savoir (*i*) la prise en compte des conditions financières et (*ii*) les modèles avec des propensions à épargner ou à investir endogènes.[9] La première semble aller de soi eu égard à la crise financière qui a frappé les différentes économies à partir de 2007. La seconde s'explique par l'invariabilité des comportements d'épargne et d'investissement qui accompagne ces modèles, un point très peu remis en cause par la tradition post-keynésienne.

23 *i*) L'introduction des variables financières dans les modèles post-keynésiens a été favorisée par les travaux fondateurs de Minsky (1975, 1986) sur la structure financière et l'instabilité propre à toute économie dont une fraction de l'investissement est financée de manière externe. Une lecture attentive de cet auteur indique que sa compréhension de la sphère financière et bancaire est en avance sur son temps et qu'elle demeure pertinente dans le contexte actuel, nonobstant les évolutions significatives dans le domaine de la finance. Nous pouvons donner trois exemples probants. D'abord, il a une connaissance, et ce au moins depuis 1987, des techniques de titrisation[10]. Ainsi, il a déjà saisi certains des risques de la titrisation comme innovation financière, notamment le fait de repousser les limites légales (coefficient de réserves et ratio de fonds propres) à la création de crédits. Ensuite, l'utilisation explicite du concept de levier d'endettement (Minsky, 1986) avec lequel il montre comment deux banques dégageant le même taux de profit économique peuvent avoir un taux de rentabilité financière très différent selon l'ampleur de leur endettement. Ainsi, il est cohérent pour les banques de prêter davantage (et pour les firmes de s'endetter plus), soit pour attirer les investisseurs, soit en réponse aux exigences de rentabilité des actionnaires. Ce point permet de faire un lien avec les travaux, certes plus approfondis, de certains régulationnistes, à l'instar d'Aglietta (2000) et Aglietta et Rebérioux (2004), sur les difficultés engendrées par la « valeur actionnariale » et la fixation d'une norme minimale de rentabilité financière. Dès lors, Minsky indique que cette recherche de rentabilité financière, se traduisant par une hausse des crédits aux agents non financiers, engendre une hausse des autres actifs financiers et physiques (actions, immobilier…) dans l'économie. Ceci favorise évidemment l'accord de nouveaux prêts puisque ces divers actifs font office de collatéral pour les banques qui, en cas de défaut, se rembourseront via ces derniers. L'offre de financement ne cessant de croître, depair avec la dynamique haussière des actifs en gage, les banques commencent à prendre plus de risques en prêtant également à des agents de type *speculative* et *Ponzi* ou en passe de le devenir. Finalement, selon Minsky (1977), l'un des déterminants de la fragilité financière est la proportion d'unités « *speculative* »et« *Ponzi* » dans l'économie. Or, la titrisation qui entraîne la hausse inconsidérée des crédits et l'apparition des prêts dits *subprimes* (Diop, 2009), a transformé de nombreux ménages américains en de véritables unités « Ponzi », provoquant, au final, la chute du système. Si l'on ajoute l'intégration explicite du comportement financier des banques (risque du prêteur) et des entreprises (risque de l'emprunteur), ainsi que le caractère endogène des crises prenant leur source dans les périodes de prospérité, nous comprenons mieux pourquoi Minsky est revenu sur le devant de la scène lors de la dernière crise.

24 D'un point de vue historique, le déclencheur de la macroéconomie formalisée *à la Minsky* demeure, sans conteste, l'article de Taylor et O'Connell (1985) qui fait le lien, pour la première fois, avec les modèles kaleckiens. Depuis, le nombre des travaux s'appuyant sur ce socle n'a cessé de croître (Franke et Semmler, 1989 ; Asada, 2001 ; Oreiro, 2006 ; Lima et Meirelles, 2006).

25 Ainsi, des auteurs comme Hein (2007) ont montré, sous certaines conditions, l'existence, au niveau macroéconomique, d'un paradoxe de la dette. Ce dernier indique qu'une politique de hausse des taux d'intérêt, visant à réduire l'endettement, peut parfaitement échouer. En effet, cette augmentation des taux restreint les ressources internes des entreprises qui tentent de se désendetter en comprimant leurs investissements, ce qui diminue d'autant les profits et les possibilités de rembourser. Au final, les ratios d'endettement s'accroissent et le taux d'utilisation des capacités productives, traduisant le niveau d'activité économique, demeure à un niveau faible. Dans la même veine, les travaux de Lima et Meirelles (2007) et Charles (2009) expliquent comment l'économie peut glisser vers des situations de fragilité financière après une hausse des taux d'intérêt. Un cas typique est celui d'une économie comportant deux équilibres, un équilibre stable dans lequel le niveau de l'endettement reste limité et un équilibre instable, représentatif d'une économie détériorée, avec un fort taux d'endettement. Lorsque les taux d'intérêt sont bas, il faut supposer un choc d'endettement extrêmement violent pour qu'une économie perde sa stabilité et se dirige vers la zone instable. À l'inverse, dès lors que les taux d'intérêt sont élevés, même un choc de faible ampleur, qui était auparavant absorbé, peut faire vaciller l'économie vers l'équilibre instable dans lequel l'endettement explose, étouffant au final les profits des entreprises.

26 Une piste de recherche intéressante pour les modèles kaleckiens intégrant des variables financières dans une optique *à la Minsky* consiste à explorer l'idée selon laquelle le financement externe a des effets ambivalents au niveau macroéconomique (Charles, 2006). Une hausse de la dette réduit les *cash flows* disponibles (l'autofinancement) des entreprises pour investir. Néanmoins, le financement par endettement a une autre conséquence : il permet également d'accroître l'investissement ce qui, selon la théorie du multiplicateur keynésien, génère des revenus et accroît la capacité de production. Par conséquent, il s'agit d'une source indéniable de profits qui permettrait aux entreprises d'assumer leurs charges financières. Ceci signifie qu'il existe un montant d'endettement en-dessous duquel l'investissement et les profits pourraient être supérieurs. Au-delà de ce montant, la dette est trop importante et l'effet récessif sur l'autofinancement joue pleinement, ce qui diminue le taux d'accumulation et l'activité. Ici, c'est l'effet contradictoire de l'endettement sur la croissance qui serait à l'origine des cycles économiques. Ce point doit conduire à porter un regard modéré sur le financement externe. Il serait purement illusoire de penser réduire l'endettement de manière drastique sans que cela ne freine fortement la croissance. En définitive, un autre excès, allant à l'inverse de la gabegie de la décennie 2000 et se manifestant par une course effrénée au désendettement, n'aurait que des effets économiques néfastes.

27 *ii*) Un second axe de recherche prometteur consiste à endogénéiser les comportements d'épargne et d'investissement des différents agents économiques. Dans la majorité des modèles kaleckiens, il est implicitement supposé que les propensions à épargner restent constantes à court et à long terme suite à un choc sur l'économie. S'affranchir de cette hypothèse permettrait de faire un pas vers une prise en compte plus réaliste des comportements. Si les agents modifient leurs comportements d'épargne lorsque le

contexte économique change, leurs actions, rationnelles d'un point de vue individuel, peuvent parfaitement s'avérer contre-productives au niveau macroéconomique. À titre d'exemple, il est difficile de justifier qu'en cas de baisse de l'activité économique et de hausse du chômage, les salariés ne modifient pas leurs propensions à épargner. En conséquence, en voulant se protéger d'une dégradation de l'activité par une hausse de la propension à épargner (épargne de précaution), ils contribuent à amplifier la situation initiale via une baisse de la demande (Charles, 2008a).

28 D'autres cas peuvent être envisagés, notamment le comportement déstabilisant des actionnaires au niveau global (Charles, 2008b). Les actionnaires, en tant que propriétaires des entreprises, peuvent parfaitement faire pression sur les gestionnaires afin qu'ils réévaluent à la hausse le versement des dividendes. Ce type de comportement, lorsqu'il est poussé à l'extrême, a un impact fortement négatif sur la stabilité des économies. L'apparition d'équilibres multiples en est la principale manifestation. Ainsi, des comportements anormaux des actionnaires, en matière de versement des dividendes, seraient une source importante de fragilité financière. Les entreprises, en cédant à leurs exigences, affaibliraient leur solidité financière en diminuant la part des dépenses autofinancées et en accroissant le financement externe de manière inconsidérée.

29 Des travaux plus récents (Charles, 2010), toujours dans un cadre kaleckien, soulignent le rôle déstabilisant des actionnaires en matière de décision d'investissement. En effet, ces derniers peuvent également forcer les gestionnaires à abandonner des achats de biens capitaux, y compris ceux économiquement viables et nécessaires à long terme, mais jugés insuffisamment rentables à leurs yeux. Ainsi, les propriétaires des entreprises agiraient directement sur les désirs d'investissement des gestionnaires en modifiant à la baisse leur propension à investir. Ces analyses adoptent un point de vue contraire à une série d'articles (Delli Gatti, Gallegati et Gardini, 1993 ; 1994) dans lesquels les auteurs montrent qu'une hausse trop forte de la propension à investir tend à produire des dynamiques cycliques, voire chaotiques, à cause du surendettement. En réalité, elles complètent ces travaux des années 1990 en montrant que la propension à investir des entreprises (synthétisant l'état de confiance des dirigeants d'entreprise) doit être maintenue à l'intérieur d'un intervalle raisonnable. Au-delà, le surcroît d'endettement fragilise les entreprises et provoque des fluctuations macroéconomiques. En deçà, l'activité se dégrade et demeure instable car des flux de dividendes supplémentaires (plutôt que des investissements bénéficiant au système dans son ensemble) échouent à une catégorie particulière d'agents dont la propension à consommer est très faible. Ceci n'étant pas de nature à favoriser la demande globale. Dans cette veine de travaux, l'introduction du pouvoir des actionnaires, tel que développé par Aglietta (2000), a été réalisée par Hein (2010) dans un cadre kaleckien. Dans ce modèle, une hausse du pouvoir des actionnaires est génératrice d'instabilité et provoque un effondrement de l'activité économique. En définitive, la prise en compte explicite d'une norme minimale de rentabilité financière modifiant les paramètres de la fonction d'investissement kaleckienne permettrait de renforcer le lien avec certains travaux régulationnistes récents portant, entre autres, sur l'effet des actionnaires au niveau macroéconomique (hausse de l'endettement et pression à la baisse des salaires depuis les années 1990).

2. La réaffirmation des politiques macroéconomiques orientées vers la demande

30 Le soutien apporté par les politiques macroéconomiques, spécialement dans les périodes de crise, est l'une des manifestations les plus visibles du rôle des institutions dans la dynamique du capitalisme. La littérature post-keynésienne offre de ce point de vue un cadre conceptuel particulièrement utile. Après s'être longuement attachée à la critique du modèle IS/LM, la littérature post-keynésienne, renouvelée par les développements récents évoqués ci-dessus, s'oppose aujourd'hui à la politique économique du « nouveau consensus macroéconomique »[11], et, plus généralement, au régime d'économie financiarisée.

31 Avec la monnaie endogène, les post-keynésiens insistent sur le lien fondamental entre la création monétaire nécessaire au financement économique, et l'évaluation des risques par les banques commerciales. Evaluer, puis porter à long terme tout ou partie de ces risques économiques, est la condition nécessaire à la qualité de la création monétaire et à la stabilité d'une économie monétaire de production. Les post-keynésiens s'opposent donc à tout contrôle purement quantitatif de la création monétaire par un lien avec une contrepartie préalable qu'elle soit de l'or, de la monnaie banque centrale (monétarisme) ou des fonds propres (accords de Bâle). Ils sont également opposés à la marchéisation systématique de ces risques et aux tentatives de leur évaluation à court terme. Enfin, ils critiquent les politiques économiques orientées systématiquement en faveur des rentiers et de l'épargne.

32 À la suite de Keynes et Minsky, les post-keynésiens ont refusé la théorie des fonds prêtables, montré l'importance de la monnaie pour le financement de la production, qui ne doit pas être confondu avec le financement de la spéculation, et insisté sur l'absence de liquidité pour les actifs financiers au niveau macroéconomique. En effet, la liquidité ne signifie pas de pouvoir vendre quand on veut, mais de pouvoir vendre quand on veut sans coût. Or, lorsqu'un agent a une préférence pour la liquidité qui augmente, l'incitant à vendre des actifs sur le marché pour obtenir cette liquidité, il faut obligatoirement qu'un autre agent accepte d'acheter cet actif afin que son prix reste stable et donc qu'il accepte d'abandonner sa liquidité. Si ce n'est pas le cas, il n'y aura pas de contrepartie sur le marché et le prix de l'actif chutera, réduisant le caractère liquide de celui-ci. La dernière crise a montré comment les banques centrales avaient été contraintes de jouer ce rôle de contrepartiste en dernier ressort pour tenter de sauver la liquidité des marchés financiers en perdition. De plus, l'absence de valeur fondamentale prédéterminée (« naturelle »), ajoutée aux anticipations autoréalisatrices, ajoutent à la grande instabilité des marchés financiers. Le caractère endogène des crises financières est démontré et renforcé par la financiarisation et le primat donné à l'évaluation à court terme. Éviter les crises financières passe notamment par la compréhension de ces principes de base.

33 Le modèle du « nouveau consensus » comprend trois équations essentielles : une version dynamique de la courbe IS pour la production (fondée microéconomiquement sur des comportements d'optimisation inter-temporelle) ; une relation de Taylor (qui remplace la courbe LM) pour déterminer le taux d'intérêt de la banque centrale ; et pour l'inflation, une courbe de Phillips « nouvelle keynésienne » analysant la relation inflation-emploi en variance (fondée sur le NAIRU et comprenant des anticipations rationnelles).

34 En réponse à une proposition de réexamen des politiques monétaire et budgétaire (Arestis et Sawyer 2003a, 2003b and 2003c), une réflexion collective a été entreprise dans le but de concevoir une alternative post-keynésienne à la politique économique prônée par le « nouveau consensus ». Les préconisations de politiques économiques du « nouveau consensus » sont aujourd'hui bien connues : stabilité des prix et orthodoxie budgétaire à moyen et long terme ; stabilisation conjoncturelle de l'économie au niveau correspondant au taux « naturel » de production et d'emploi ; absence de politique de répartition de la valeur ajoutée.

35 En ce qui concerne la politique monétaire, Rochon et Setterfield (2007a) font une classification éclairante des différentes propositions avancées par les post-keynésiens, en termes de règles actives de taux d'intérêt ou de taux d'intérêt « rangés » (*"activist" vs "parking it" rules*). Les deux types de règles visent à tirer avantage des effets potentiels de la politique monétaire dans le long terme comme dans le court terme. Les premières mettent l'accent sur des mesures opérant à travers la relation de courte période entre les taux d'intérêt longs et la demande effective afin de stabiliser la production, autant que faire se peut, au voisinage du plein emploi (Atesoglu, 2007 ; Palley, 2007 ; Fontana et Palacio-Vera, 2007). Les secondes proposent d'opérer à travers la relation entre les taux d'intérêt (courts ou longs) et la distribution du revenu, dans la mesure ou les intérêts perçus modifient la répartition en faveur des rentiers, qui ont une propension à consommer relativement faible (Pasinetti, 1981 ; Lavoie, 1999 ; Rochon et Setterfield, 2007a, b, 2008 ; Smithin, 2007 ; Wray, 2007)[12]. Ces règles peuvent cependant s'avérer délicates à mettre en œuvre du fait du caractère changeant de la demande de monnaie (en rapport avec les « vues concernant l'avenir » des entrepreneurs chères à Keynes, 1936), de la nature conventionnelle des prévisions qui participent à la détermination des taux d'intérêt à long terme en l'absence d'un ancrage naturel, et des difficultés qui en découlent quant à la possibilité pour les autorités de les contrôler effectivement. Tily (2006) et Asensio (2009) ont récemment discuté les principes d'actions susceptibles de permettre à la banque centrale d'avoir une réelle influence sur les taux longs.

36 Dans l'ensemble, à l'instar de Keynes et de ses principaux disciples, les post-keynésiens considèrent en général que la politique budgétaire et fiscale est un instrument plus efficace que la politique monétaire pour relancer l'activité économique. Des propositions intégrant la politique monétaire et la politique budgétaire (Arestis et Sawyer, 2003b, Asensio, 2007 ; Camara Neto et Vernengo, 2004 ;Sawyer, 2007 ; Setterfield, 2007b ; Le Heron, 2008), ainsi que la politique des revenus (Hein et Stockhammer, 2007) ont également été formulées. Arestis et Sawyer (2003b) par exemple suggèrent une « règle de Taylor » budgétaire afin de pallier les insuffisances de la politique monétaire (voir aussi Setterfield 2007c). Les post-keynésiens insistent généralement sur la nécessité d'une coordination internationale, ou, à défaut, régionale, des politiques économiques.

37 Les développements récents de la modélisation post-keynésienne ont permis d'apporter un nouvel éclairage sur les politiques économiques. Les modèles *SFC* permettent ainsi de simuler la portée et l'impact de différents *scénarii* de politiques économiques sur les principales grandeurs macroéconomiques (croissance, emploi, comptes publics, etc.). Les modèles kaleckiens insistent quant à eux sur l'outil redistributif et son importance pour stimuler la croissance : la déformation de la répartition du partage de la valeur ajoutée en faveur des profits qui a pris place ces trente dernières années étant une source majeure de déséquilibres, il convient, spécialement dans le contexte d'une sortie de crise, de rééquilibrer ce partage d'urgence. Il devient également urgent de repenser la répartition

des profits entre investissements productifs et spéculation financière, et donc la doctrine de la maximisation de la valeur actionnariale. *In fine*, c'est le mode de régulation associé, le capitalisme financiarisé, qui est en cause. Les modèles de dépendance au sentier insistent de leur coté sur la bonne connaissance nécessaire des chocs qui ont marqué l'économie dans les années passées pour mener une politique de relance idoine. En présence d'hystérèse, les variables nominales sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur les variables réelles, à condition que les politiques budgétaires et fiscales soient suffisamment importantes quantitativement, et soutenues dans la durée, pour parvenir à effacer les effets néfastes des chocs négatifs qui sont restés dans la mémoire du système économique. Il s'agit de créer ainsi des potentialités de trajectoires hautes pour la croissance et l'emploi, en influençant les anticipations des agents, et les équilibres dynamiques (et changeants). La crise actuelle appelle ainsi une politique de relance des dépenses publiques de grande ampleur, par exemple par la mise en œuvre de politiques de grands travaux à vocation écologique.

38 La plupart des post-keynésiens soutiennent également que l'arbitrage entre inflation et chômage ne tend pas à disparaître spontanément à long terme. Le lien entre inflation et chômage est plus complexe et plus difficile à manier que ne le suggèrent les versions élémentaires de la « courbe de Phillips. » Pour autant, il reste possible, sous certaines conditions, d'opérer un arbitrage entre inflation et chômage, même à long terme. De plus, les possibilités ouvertes par la version post-keynésienne de la loi d'Okun (débarrassée du « taux de chômage naturel », voir De Peretti et Lang, 2009) devraient par ailleurs être exploitées par la mise en œuvre de politiques de relance d'autant plus urgentes que les effets de la crise économique et financière peuvent être cumulatifs quand les marchés sont livrés à eux-mêmes.

39 *

40 Pour les post-keynésiens, il est donc urgent de changer de mode de régulation. La politique économique qui favorise, depuis le début des années 1980, les rentiers, notamment par la valeur actionnariale, est à la fois injuste et totalement inefficace économiquement. Ainsi, les profits redistribués aux actionnaires plutôt qu'investis, le financement croissant de l'économie par les marchés financiers, le contrôle prioritaire de l'inflation, le dogme de l'équilibre budgétaire et de la réduction des impôts, et le creusement des inégalités sociales associé à une flexibilité accrue du travail censée accroître les incitations individuelles à la productivité, nous ont conduit à la plus grave crise qu'ait connu le capitalisme depuis celle de 1929. Les post-keynésiens, qui avaient largement critiqué ce régime de l'économie financiarisée depuis sa mise en place, cherchent donc à renouveler le message essentiel de Keynes : l'importance de l'investissement, du temps long pour la production, de l'état de confiance des agents économiques, de la gestion par les banques des risques d'une économie monétaire, et de l'indispensable réduction des inégalités. L'importance donnée à l'incertitude et à la psychologie des agents fait de la démarche post-keynésienne une boîte à outil bien plus riche et subtile, mais bien moins mécanique que l'ancien cadre « keynésien » de la synthèse ou que l'actuel « nouveau consensus ».

BIBLIOGRAPHIE

Aglietta, M. (2000), "Shareholder Value and Corporate Governance: some Tricky Questions", *Economy and Society*, 29, 146-159.

Aglietta, M., Rebérioux, A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Bibliothèque d'économie, Albin Michel.

Amable, B., Henry J., Lordon, F. & Topol, R. (1994), "Strong Hysteresis versus Zero-Root Dynamics", *Economic Letters*, 44, 43-47.

Amable, B., Henry J., Lordon, F. & Topol, R. (1995), "Hysteresis Revisited: A Methodological Approach, in Cross", (1995), *The Natural Rate of Unemployment: Reflections on 25 Years of the Hypothesis*, Cambridge University Press, 153-180.

Amadeo, E.J. (1986), "The Role of Capacity Utilization in Long Period Analysis", *Political Economy: Studies in the Surplus Approach*, 2, 147-160.

Arestis, P., Sawyer, M. (2003a), "On the effectiveness of monetary policy and fiscal policy", *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, 369.

Arestis, P., Sawyer, M. (2003b), "Reinventing fiscal policy", *Journal of Post Keynesian Economics*, 26, 3-25.

Arestis, P., Sawyer, M. (2003c), "The case for fiscal policy", *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, 382.

Asada, T. (2001), "Non linear Dynamics of Debt and Capital: A Post-Keynesian Analysis", in Aruka, Y., *Evolutionary Controversies in Economics*, Tokyo, Springer-Verlag, 73-87.

Asensio, A. (2007), "Monetary and budgetary-fiscal policy interactions in a Keynesian context: revisiting macroeconomic governance", in P. Arestis, E. Hein and E. Le Heron (eds), *Aspects of modern macroeconomic and monetary policies*, London: Palgrave/Macmillan.

Asensio, A. (2009), "Between the cup and the lip – On Post-Keynesian interest rate rules and long-term interest rates management", *proceedings of the IEPI-Laurentian U. conference: 'The political economy of central banking'*, Toronto, 27-28 mai 2009, à venir.

Atesoglu, H. S. (2007), "The neutral rate of interest and a new monetary policy rule", *Journal of Post Keynesian Economics*, 29, 689-697.

Bailly J.-L., Gnos C. (2003), « Définition et intégration de la monnaie : l'apport de la thèse de l'endogénéité », in Piegay, P. and Rochon, L.-P., *Théories monétaires post-keynésiennes*, Paris, Economica, 2003, 243-158.

Bhaduri, A., Marglin, S. (1990), "Unemployment and the Real Wage: the Economic Basis for Contesting Political Ideologies", *Cambridge Journal of Economics*, 14, 375-393.

Blecker, R. (2002), "Distribution, Demand and Growth in Neo-Kaleckian Macro-Models", in Setterfield, M., *The Economics of Demand-Led Growth*, Cheltenham, Edward Elgar, 172-188.

Camara Neto, A. F., Vernengo, M. (2004), "Fiscal policy and the Washington consensus: A post-Keynesian perspective", *Journal of Post Keynesian Economics*, 27, 333-343.

Charles, S. (2006), « Interactions entre endettement et accumulation et variété des dynamiques financières », *Économie appliquée*, 59, 5-21.

Charles, S. (2008a), "Corporate Debt, Variable Retention Rate and the Appearance of Financial Fragility", *Cambridge Journal of Economics*, 32, 781-795.

Charles, S. (2008b), « Propension à épargner variable et accumulation : une évaluation des régimes stagnationniste et exhilarationniste », *Économie appliquée*, 61, 5-22.

Charles, S. (2009), « Propensions à épargner et endettement dans un cadre néo-kaleckien », *Cahiers d'économie politique*, 56, 41-58.

Charles, S. (2010), "Explaining Persistent Cycles in a Short-Run Context: Firms' Propensity to Invest and Omnipotent Shareholders", *Journal of Post Keynesian Economics*, 32, 411-427.

Chick, V., Dow, S.-C. (2002), "Monetary policy with endogenous money and liquidity preference, a non dualistic treatment", *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(4), 587-608.

Clévenot, M. (2006), *Financiarisation, régime d'accumulation et mode de régulation. Peut-on appliquer le « modèle » américain à l'économie française ?,* thèse Paris XIII, décembre.

Cross, R. (1993), "On the Foundations of Hysteresis in Economic Systems", *Economics and Philosophy*, 9 (1), 53-74.

Cross, R., Piscitelli, L., Grinfled, M., Lamba, H. (2000), "A Test for Strong Hysteresis", *Computational Economics*, 15, 59-78.

Dallery, T. (2010), *Le divorce rentabilité/croissance dans le capitalisme financiarisé. Changements de régimes, équilibres, instabilités et conflits*, thèse Lille 1, mai.

Dallery, T., Melmiès, J. (2010), "Subcontracting, monopolistic power and domination in a three sector stock-flow consistent model", 12e conférence annuelle de l'AHE, Bordeaux, 7-10 juillet.

Davidson, P. (1972), *Money and the Real World*. New York: John Wiley & Son.

De Peretti, C., Lang, D. (2009), "A strong hysteretic model of Okun's Law: theory and a preliminary investigation", *International Review of Applied Economics*, 445-462.

Del Monte A. (1975), "Grado di Monopolio e Sviluppo Economico", *Rivista Internazionale di Scienze Sociali*, 83, 261-283.

Delli Gatti, D., Gallegati, M., Gardini, L. (1993), "Investment, Confidence, Corporate Debt and Income Fluctuations", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 22, 161-187.

Delli Gatti, D., Gallegati, M., Gardini, L. (1994), "Complex Dynamics in a Simple Macroeconomic Model with Financing Constraints", in Dymski, G., Pollin, R., *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Explorations in the Tradition of H. P. Minsky*, Ann Arbor, The University of Michigan Press, 51-76.

Diop, S. (2009), « La crise du crédit à risqué américain : une interprétation par l'Hypothèse d'instabilité financière de Minsky », *Revue de la Régulation*, 5, 2-27.

Dutt, A. K. (1984), "Stagnation, Income Distribution and Monopoly Power", *Cambridge Journal of Economics*, 8, 25-40.

Duwicquet, V. (2010), *Mécanismes d'ajustement en union monétaire et intégration financière européenne*, thèse de doctorat à l'université de Paris 13, 8 décembre.

Eichner, A., Kregel, J. (1975), "An Essay on Post-Keynesian Theory: A New Paradigm in Economics", *Journal of Economic Literature*, AEA, vol. 13(4), 1293-1314.

Epstein, L. G, Wang, T. (1994), "Intertemporal asset pricing under Knigthian uncertainty", *Econometrica*, 62(3), 283-322.

Fontana, G. (2000), "Post Keynesians and Circuitists on money and uncertainty: an attempt at generality", *Journal of Post Keynesian Economics*, 23 (1), 27–48.

Fontana, G. (2009), *Money, uncertainty and time*, Routledge.

Fontana, G., Palacio-Vera, A. (2007), "Are long-run price stability and short-run output stabilization all that monetary policy can aim for?" *Metroeconomica*, 58: 269-298.

Franke, R., Semmler, W. (1989), "Debt-Financing of Firms, Instability and Cycles in a Dynamical Macroeconomic Growth Model", in Semmler, W., *Financial Dynamics and Business Cycles: New Perspectives*, New York, M.E. Sharpe, 38-64.

Göcke, M. (2003), "Various concept of Hysteresis Applied in Economics", *Journal of Economic Surveys*, 2(16), p. 167-188.

Godley, W., Cripps, F. (1983), *Macroeconomics*, Oxford University Press

Godley, W., Lavoie, M. (2001), "Kaleckian Growth Models in a Stock and Flow monetary Framework: A Kaldorian View", *Journal of Post Keynesian Economics,* 22: 277-311.

Godley, W., Lavoie, M. (2007), *Monetary Economics, an integrated approach to credit, money income production and wealth*, Palgrave-Macmillan.

Hallet, A. J. H., Piscitelli, L. (2002), "Testing for hysteresis against nonlinear alternatives", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 27, 303-327.

Hein, E. (2007), "Interest Rate, Debt, Distribution and capital Accumulation in a post-Kaleckian Model", *Metroeconomica*, 58, 310-339.

Hein, E. (2010), "Shareholder Value Orientation, Distribution and Growth: Short- and Medium-Run Effects in a Kaleckian Model", *Metroeconomica*, 61, 302-332.

Hein, E., Stockhammer, E. (2007), "Macroeconomic policy mix, employment and inflation in a Post-Keynesian alternative to the New Consensus Model", *Macroeconomic Policy Institute (IMK) Working Paper*, 10/2007.

Hinich, M. J., Foster, J., Wild, P. (2006), "Structural change in macroeconomic time series: A complex systems perspective", *Journal of Macroeconomics*, 28, 136-150.

Kaldor, N. (1934), "A classificatory note on the determinateness of equilibrium", *Review of Economic Studies*, 2, 122-136.

Kaldor, N. (1958), "Monetary Policy, Economic Stability and Growth." A Memorandum Submitted to the Committee of the Working of the Monetary System (Radcliffe Committee), June 23. [Reprinted in *Collected Economic Papers, Volume 3, Essays on Economic Policy 1.* London: Duckworth, 1964.]

Kaldor, N. (1970), "The New Monetarism", *Lloyds Bank Review*, juillet, 1-7.

Keynes, J. M. (1921), *A Treatise on Probability*, MacMillan, London.

Keynes, J. M. (1936), *The general theory of employment, interest and money*, London, Macmillan.

Lang, D. (2009), *Hysteresis in Unemployment*, VDM Verlag.

Lang, D., Setterfield, M. (2007), "History versus equilibrium? On the possibility and realist basis of a general critique of traditional equilibrium analysis", *Journal of Post Keynesian Economics*, 29(2), 193-211.

Lavoie, M. (1992), "Jacques Le Bourva's theory of endogenous credit money", *Review of Political Economy*, 4, 436-446.

Lavoie, M. (1999), "Fair rates of interest in post-Keynesian political economy", *University of Ottawa Working Paper*, http://aix1.uottawa.ca/~robinson/english/wp/fairratecla.pdf.

Lavoie, M. (2006), "Do Heterodox Theories Have Anything in Common? A post-Keynesian Point of View", *Intervention. Journal of Economics*, 3, 87-112.

Le Bourva, J. (1962), « La création de la monnaie et le multiplicateur de crédit », *Revue économique,* 29-36.

Le Heron, E. (1986), « Généralisation de la préférence pour la liquidité et financement de l'investissement », *Économie et Sociétés*, série « Monnaie et Production », 6-7, 67-93.

Le Heron, E. (2002), « La préférence pour la liquidité des banques : une analyse post-keynésienne du comportement bancaire », *Les Cahiers lillois d'économie et de sociologie*, 38, 97-132.

Le Heron, E. (2008), "Fiscal and Monetary Policies in a Keynesian Stock-Flow Consistent model", In *Current Thinking on Fiscal Policy,* édité par Creel J. et Sawyer M, Palgrave-Macmillan, Londres, chapitre 8, 145-175.

Le Heron, E. (2011), "Confidence and Financial Crisis in a post-Keynesian Stock-Flow Consistent Model", *Intervention - European Journal of Economics and Economic Policies*, 8(2), 361-388.

Le Heron, E., Mouakil, T. (2008), "A Post-Keynesian Stock-Flow Consistent Model for the Dynamic Analysis of Monetary Policy Shock on Banking Behavior", *Metroeconomica*, 59-3, 405-440.

Lima, G. T., Meirelles, A. J. A. (2006), "Debt, Financial Fragility and Economic Growth: A post-Keynesian Macromodel", *Journal of Post Keynesian Economics*, 29, 93-115.

Lima, G. T., Meirelles, A. J. A. (2007), "Macrodynamics of Debt Regime, Financial Instability and Growth", *Cambridge Journal of Economics*, 31, 563-580.

Mazier, J., Tiou-Tagba Aliti G (2010), « Déséquilibres mondiaux, taux de change et ajustements macroéconomiques, un modèle stock flux cohérent à trois pays », *Revue économique*, vol. 61, 463-475.

Mercado, P., Kendrick, D., Amman, H. (1998), "Teaching Macroeconomics with Gams", *Computational Economics*, Springer, 12(2), 125-149.

Minsky, H. P. (1975), *John Maynard Keynes*, New York, Columbia University Press.

Minsky, H. P. (1977), A Theory of Systemic Financial Fragility, in Altman E. I., Semetz A. W., *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*, New York, John Wiley.

Minsky, H. P. (1986), *Stabilizing an unstable economy*, New Haven, Yale University Press.

Minsky, H. P. (2008), "Securitization", *Policy Note*, n° 2, The Levy Economics Institute, with apreface and afterword by Wray, L. R.

Moore, B., (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit-Money*, Cambridge: Cambridge University Press.

Mouakil, T. (2006), *Instabilité financière et méthode stocks-flux : analyse critique de l'hypothèse de Minsky*, Thèse université de Bordeaux 4.

Oreiro, J. L. (2006), "Capital Mobility, Real Exchange Rate Appreciation, and Asset Price Bubbles in Emerging Economies: a Post-Keynesian Macroeconomic Model for a Small Open Economy", *Journal of Post Keynesian Economics*, 28, 317-344.

Palley T. (1996), *Post Keynesian Economics: Debt, Distribution, and the Macro Economy*, Palgrave Macmillan.

Palley, T. (2007), "Macroeconomics and monetary policy: Competing theoretical frameworks", *Journal of Post Keynesian Economics*, 30, 61-78.

Pasinetti, L. (1981), *Structural Change and Economic Growth*, Cambridge: Cambridge University Press.

Robinson J. (1956), *The Accumulation of Capital*, London: Macmillan.

Robinson J. (1962), *Essays in the Theory of Economic Growth*, New York, St. Martin's.

Robinson, J. (1974), History versus equilibrium, *Indian Economic Journal*, 21, 202-13.

Rochon, L. P. (2007), "The state of Post-Keynesian interest rate policy: where are we and where are we going?", *Journal of Post Keynesian Economics*, 30(1), 3-11.

Rochon, L. P., Setterfield, M. (2007a), "Interest rates, income distribution, and monetary policy dominance: Post Keynesians and the fair rate of interest", *Journal of Post Keynesian Economics*, 30, 13-42.

Rochon, L.P., Setterfield, M. (2007b), "Post-Keynesian interest rate rules and macroeconomic performance: A comparative evaluation", *paper presented at the Eastern Economic Association Conference*, New York, février.

Rochon, L.P., Setterfield, M. (2008), The political economy of interest-rate setting, inflation, and income distribution, *International Journal of Political Economy*, 37(2), 5-25.

Rowthorn, R. (1982), Demand, Real Wages and Economic Growth, *Studi Economici*, 18, 3-54.

Sawyer, M. (2007), "Seeking to reformulate macroeconomic policies", *3rd bi-annual conference of the CEMF: Post Keynesian Principles of Economic Policy, Dijon (France)*, université de Burgundy, décembre.

Setterfield, M. (1997), *Rapid Growth and Relative Decline: Modelling Macroeconomic Dynamics with Hysteresis*, London, Macmillan.

Setterfield, M. (2007a), "An Essay on Horizontalism, Structuralism and Historical Time", unpublished manuscript, avril.

Setterfield, M. (2007b), "Is inflation targeting inimical to employment?", University of Vermont conference paper.

Setterfield, M. (2007c), "Is there a stabilizing role for fiscal policy in the New Consensus?", *Review of Political Economy*, 19, 405-418.

Smithin, J. (2007), "A real interest rate rule for monetary policy?", *Journal of Post Keynesian Economics,* 30, 101-118.

Steindl, J. (1952), *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Basil Blackwell, Oxford.

Taylor, L. (1983), *Structuralist Macroeconomics*, New York, Basic Books.

Taylor, L. (2004), *Reconstructing Macroeconomics*, Harvard University Press.

Taylor, L., O'Connell (1985), "A Minsky Crisis", *Quarterly Journal of Economics*, 100, 871-885.

Tily, G. (2006), "Keynes's theory of liquidity preference and his debt management and monetary policies", *Cambridge Journal of Economics*, 30, 657-670.

Tiou-Tiagra Aliti, G. (2010), *Modélisation des déséquilibres financiers globaux et régimes de change,* thèse de doctorat à l'université Paris 13, 8 décembre.

Tymoigne, E. (2006), "The Minskyan System, Part III: System Dynamics Modeling of a Stock Flow–Consistent Minskyan Model", Levy Economics Institute, *Economics Working Paper*, working paper n ° 455.

Wray, R. (2007), "A Post Keynesian view of central bank independence, policy targets, and the rules versus discretion debate", *Journal of Post Keynesian Economics*, 30, 119-141.

NOTES

1. À la suite de l'article fondateur d'Eichner et Kregel (1975) définissant le paradigme post-keynésien.
2. Voir Lavoie (1992).
3. Voir Palley (1996).
4. « L'école du circuit » reprend à son compte une bonne part des idées de Keynes sur la monnaie et sa place dans le processus de production, ce qui la rattache au courant post-keynésien; voir Fontana (2000) ainsi que Bailly et Gnos (2003).
5. http://gennaro.zezza.it/ et le site consacré à ces modèles SFC : http://sfc-models.net
6. Chaque colonne correspond à un secteur qui est divisé, sauf pour l'État et les ménages, entre un compte courant et un compte capital. Les ressources ont un signe plus et les emplois ont le signe moins, ce qui fait que la somme de chaque ligne doit être égale à zéro signifiant que chaque transaction correspond simultanément à un emploi et à une ressource.
7. Par exemple Mercado, Kendrick et Amman (1998) décrivent la même méthodologie pour modéliser des modèles macro dynamiques orthodoxes avec le logiciel GAMS. Les post-keynésiens préfèrent le logiciel *E-views.*
8. Il s'agit d'ailleurs là d'une des principales limites des modèles SFC : dans l'état actuel de la modélisation, la dynamique exhibe difficilement une dépendance au sentier. Il y a là une piste de recherche prometteuse pour la décennie 2010.
9. Un pan important de la littérature kaleckienne concerne l'ouverture aux échanges extérieurs et aux problèmes de compétitivité. Pour un aperçu le lecteur pourra se reporter, dans un premier temps, à Blecker (2002).
10. Comme le montre une publication à titre posthume (Minsky, 2008) effectuée par Wray sur la base de notes de travail du Levy Institute, non publiées.
11. De nombreux articles post-keynésiens partent de ce modèle pour le critiquer et l'amender – voir par exemple Hein et Stockhammer (2007).
12. Dans le modèle de Palley, la distribution du revenu joue également un rôle du point de vue des conséquences de la politique monétaire en longue période, mais la règle de taux d'intérêt proposée n'est cependant pas du type « *parking it.* »

RÉSUMÉS

Cet article se propose de montrer en quoi les développements récents de la macroéconomie post-keynésienne sont pertinents pour comprendre le fonctionnement du capitalisme contemporain et en limiter les dysfonctionnements. Dans un premier temps, les principales innovations méthodologiques des dernières décennies sont mises en perspective : prise en compte de l'endogénéité de la monnaie et du rôle des banques et du système financier, modélisation de la dépendance au sentier et de la dynamique de longue période, modélisation stock-flux cohérente. Dans un second temps sont présentés les développements suscités par les travaux de Kalecki dans le champ de l'analyse dynamique et des interactions entre la croissance économique et la répartition du revenu. Pour finir, l'importance des politiques macroéconomiques actives orientées vers la demande est réaffirmée, en vue de promouvoir une nouvelle régulation du capitalisme à la fois plus efficace et plus juste que le capitalisme financiarisé.

The purpose of this article is to show why recent developments in post-Keynesian modeling are valuable to understand the functioning of contemporary capitalism and to limit its dysfunction. First, the main methodological innovations from the last decade are emphasized: endogenous money, the role of banks and of financial system, formalization of path-dependency and long-run dynamics and stock flow consistent models. Second, we study the developments involved by Kalecki's works on dynamic analysis and the interaction between growth and income distribution. Finally, the importance of active and demand oriented macro-policies is underlined in order to promote a new regulation of capitalism, more efficient and fair than financialized capitalism.

Este artículo se propone mostrar en que cosas los desarrollos recientes de la macroeconomía post-keynesiana son pertinentes para comprender el funcionamiento del capitalismo contemporáneo y limitar sus disfuncionamientos. En un primer tiempo, las principales innovaciones metodológicas de las últimas décadas han sido puestas en perspectiva : se toma en cuenta la endogeneidad de la moneda y del papel de los bancos y del sistema financiero, modelización de la dependencia de sendero y de la dinámica en el largo periodo, modelización coherente de stock-flujo. En un segundo tiempo se presentan los desarrollos suscitados por los trabajos de Kalecki en el campo del análisis dinámico y de las interacciones entre el crecimiento económico y la distribución del ingreso. Finalmente, la importancia de las políticas macroeconómicas activas orientadas hacia la demanda se ha reafirmado, para promover una nueva regulación del capitalismo que sea a la vez más eficaz y mas justa que el capitalismo financiarizado.

INDEX

Mots-clés : croissance, modèles stock flux cohérents, modélisation post-keynésienne, politiques économiques
Keywords : Economic Policies, Growth, Post-Keynesian modeling, stock flow consistent models
Palabras claves : crecimiento, modelización post-keyesiana, políticas ecoómicas
Code JEL B50 - General, C50 - General, E12 - Keynes; Keynesian; Post-Keynesian, E52 - Monetary Policy (Targets; Instruments; and Effects), E62 - Fiscal Policy; Public Expenditures; Investment; and Finance; Taxation, E64 - Incomes Policy; Price Policy

AUTEURS

ANGEL ASENSIO

Maître de conférences à l'université Paris 13 et chercheur au CEPN, asensio.angel@univ-paris13.fr

SÉBASTIEN CHARLES

Maître de conférences à l'université Paris 8 et chercheur au LED, sebcharles92@yahoo.fr

DANY LANG

Maître de conférences à l'université Paris 13 et chercheur au CEPN, lang.dany@univ-paris13.fr

EDWIN LE HERON

Maître de conférences à Sciences Po Bordeaux et chercheur au CED, e.le.heron@sciencespobordeaux.fr