

**L'INFLATION : PHÉNOMÈNE DURABLE OU  
TRANSITOIRE ?**

**UN APERÇU HISTORIQUE POUR  
COMPRENDRE LE TEMPS PRÉSENT**

**Jean-Luc Gaffard**

### EDITORIAL BOARD

**Chair: Xavier Ragot** (Sciences Po, OFCE)

**Members: Jérôme Creel** (Sciences Po, OFCE), **Eric Heyer** (Sciences Po, OFCE), **Sarah Guillou** (Sciences Po, OFCE), **Xavier Timbeau** (Sciences Po, OFCE)

### CONTACT US

OFCE  
10 place de Catalogne | 75014 Paris | France  
Tél. +33 1 44 18 54 24  
[www.ofce.fr](http://www.ofce.fr)

### WORKING PAPER CITATION

This Working Paper:

Jean-Luc Gaffard

L'inflation : phénomène durable ou transitoire ? Un aperçu historique pour comprendre le temps présent

*Sciences Po OFCE Working Paper*, n° 05/2022.

Downloaded from URL: [www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2022-05.pdf](http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2022-05.pdf)

DOI - ISSN

### ABOUT THE AUTHORS

Jean-Luc Gaffard

OFCE Sciences Po, Université Côte d'Aur, Institut Universitaire de France

Email Address: [jeanluc.gaffard@sciencespo.fr](mailto:jeanluc.gaffard@sciencespo.fr)

### ABSTRACT

Inflation, which had almost disappeared for forty years, is reappearing. The first reaction is to consider this phenomenon as transitory, as if it were the sign of a temporary disturbance of a long-term equilibrium. However, it is occurring at a time when successive financial, health and ecological crises are becoming the driving force behind major structural changes and could, therefore, be lasting if the disequilibria observed were not contained. A comparison with the events in the 1970s, both in terms of the facts and their analytical interpretation, may shed light on the meaning of the question being asked about the lasting or transitory nature of inflation.

### KEYWORDS

Economic policy, expectations, inflation, structural change.

### JEL

E31, E52, E63, N10.



# **L'inflation : phénomène durable ou transitoire ?**

## **Un aperçu historique pour comprendre le temps présent**

**Jean-Luc Gaffard**

*OFCE Sciences Po, Université Côte d'Aur, Institut Universitaire de France*

### **Résumé**

L'inflation qui avait quasiment disparue depuis quarante ans resurgit. La première réaction est de considérer ce phénomène comme transitoire comme si elle était le signe d'une rupture momentanée d'un équilibre de long terme. Cependant, elle se produit en un moment où des crises successives, financière, sanitaire, écologique deviennent le moteur de changements structurels importants et pourrait, de ce fait, être durable si les déséquilibres observés ne sont pas contenus. La comparaison avec les événements des années 1970, tant sur le plan des faits que sur celui de leur interprétation analytique, peut éclairer sur le sens de la question relative au caractère durable ou transitoire de l'inflation.

Mots clés : Anticipations, changement structurel, inflation, politique économique.

Codes JEL : E31, E52, E63, N10.

### **Abstract**

**Inflation: a lasting or transitory phenomenon? A historical overview to understand the time we live in**

*Inflation, which had almost disappeared for forty years, is reappearing. The first reaction is to consider this phenomenon as transitory, as if it were the sign of a temporary disturbance of a long-term equilibrium. However, it is occurring at a time when successive financial, health and ecological crises are becoming the driving force behind major structural changes and could, therefore, be lasting if the disequilibria observed were not contained. A comparison with the events in the 1970s, both in terms of the facts and their analytical interpretation, may shed light on the meaning of the question being asked about the lasting or transitory nature of inflation.*

Key words: Economic policy, expectations, inflation, structural change.

JEL Classification: E31, E52, E63, N10.

## **1. Introduction**

L'inflation qui avait quasiment disparue depuis quarante ans resurgit. L'interprétation dominante a été de la considérer comme un phénomène transitoire, caractéristique d'une période de retour à l'équilibre après une perturbation jugée globale et exogène. Pourtant les crises successives, financière, sanitaire, écologique sont le symptôme et deviennent le moteur de changements structurels importants. L'inflation observée procède initialement de tensions sur les marchés de matières premières et de certains composants électroniques qui ont un impact différencié sur les coûts de production et les prix dans de nombreux secteurs d'activité dans un contexte où les entreprises doivent faire face à des ruptures technologiques et de préférences qui appellent un renouvellement drastique des modes de production. Le secteur de l'automobile est particulièrement emblématique de la nouvelle situation créée. Comment ne pas faire un parallèle avec la situation des années 1970 marquée par une hausse des prix de toutes les matières premières qui allait certes se généraliser mais aussi entraîner entreprises et secteurs d'activité à changer leurs modes de production pour répondre aux nouvelles exigences ? Cette période est celle au cours de laquelle l'irruption du phénomène de stagflation a été l'événement qui a justifié le remplacement de la théorie et de la politique keynésienne par le monétarisme, puis par la nouvelle économie classique. Il n'est pas certain, cependant, que l'explication fournie par une théorie macroéconomique devenue quasiment consensuelle ait été la bonne. La contestation dont elle a été l'objet à l'époque, faisant état de l'impact de changements structurels, quoique passée sous silence, pourrait aujourd'hui retrouver vigueur. Les tensions inflationnistes actuelles, correctement analysées, pourraient conduire à une nouvelle révision de la théorie économique insistant sur ses fondements microéconomiques, mettant l'accent sur l'hétérogénéité des agrégats et les changements structurels et non sur des rigidités nominales ou réelles faisant obstacle à une optimisation inter-temporelle de l'utilité d'un consommateur représentatif.

## **2. Les ruptures des années 1970**

Trois événements concomitants se sont manifestés dans les années 1970 (Bordo et Orphanides 2013). Une grande inflation touche tous les pays du monde développé. Cette inflation a démarré dès le milieu des années 1960 et est devenue virulente dans les années 1970 avec deux pics, l'un au milieu, l'autre à la fin de la décennie. Des différences significatives se sont, cependant, manifestées entre les pays. L'inflation a pu excéder les 20% annuels en Italie et au Royaume-Uni mais n'a jamais dépassé les 10% en Allemagne. Cette aggravation de l'inflation s'est accompagnée d'un accroissement notable du chômage et d'un ralentissement de la croissance très significatif. Dans le même temps, la croissance de la productivité, particulièrement élevée dans les années 1950 et 1960, s'est effondrée.

Le retournement de la conjoncture économique a pris de court les responsables de la politique économique qui s'étaient convaincus de la possibilité qui leur était offerte de régler au plus près la conjoncture économique. Un véritable défi a été lancé aux économistes qui doivent reconnaître que la promesse d'une économie en croissance régulière, définitivement stabilisée et contrôlée par le gouvernement s'avérait vaine.

Ce défi a conduit à un retournement de la doctrine et de la politiques économiques mettant en avant le rôle des anticipations des agents privés et impliquant un retrait de l'État dont on demande qu'il renonce à sa fonction de régulation de l'activité économique. La nouvelle doctrine, avant tout macroéconomique même si elle a fait état de fondements microéconomiques, faisait fi de la nature structurelle des changements observés, donnait une

place sans doute très excessive au seigneurage dans l'explication de l'inflation et faisait de la chute de la productivité une donnée à laquelle il n'y avait pas d'autre solution que de s'y adapter.

D'un point de vue analytique, la question s'est posée de la stabilité sinon même de l'existence de la courbe de Phillips : inflation et chômage ont augmenté simultanément, alors que semblait être maîtrisé, jusque-là, un arbitrage entre les deux.

Sous l'impulsion des travaux de Phelps (1967) et de Friedman (1968), l'idée va prévaloir que le taux d'inflation et le taux de chômage sont indépendants l'un de l'autre. La hausse du taux d'inflation serait avant tout le résultat de la révision à la hausse des anticipations inflationnistes que valide une dérive monétaire, laquelle ferait se déplacer la courbe de Phillips – pour chaque niveau du taux de chômage le taux d'inflation courant est d'autant plus élevé que le taux d'inflation anticipé est élevé – et la rendrait instable. Le taux de chômage ne pourrait pas être dévié durablement d'un niveau qualifié de naturel. Ce dernier correspond à un état d'équilibre de l'économie, en fait un régime permanent, défini comme l'état dans lequel les anticipations sont réalisées, en l'occurrence les anticipations de taux d'inflation.

La logique du modèle de la synthèse néo-classique voulait que la demande détermine le revenu, le revenu détermine l'emploi (le taux de chômage) et le taux de chômage détermine le taux d'inflation. La logique monétariste veut que le taux d'inflation anticipé détermine le taux d'inflation courant, et que leur égalité garantisse de se situer au niveau du taux de chômage naturel auquel correspond le taux de croissance naturel. Une problématique de l'offre se substitue à une problématique de la demande.

Toute tentative d'imposer un taux de chômage plus faible que ce taux naturel ne pourrait que susciter des tensions inflationnistes non anticipées. Une stimulation monétaire de la demande fait monter les prix. Les salariés, victimes d'illusion monétaire, n'exigent pas immédiatement la compensation de cette hausse et les entreprises tirent parti de la baisse des salaires réels en créant des emplois. Mais une fois que les salariés prennent conscience de l'évolution des prix, ils réclament et obtiennent des hausses de salaires qui conduisent les entreprises à diminuer leur demande de travail. Un nouvel équilibre s'établit au niveau du taux de chômage naturel, mais avec un taux d'inflation plus élevé. Ainsi, à court terme, il existe une relation inverse entre le taux de chômage et le taux d'inflation. En revanche, cette relation disparaît à long terme.

C'est le mécanisme de formation des anticipations de prix qui explique qu'il puisse y avoir temporairement une diminution du taux de chômage. Les agents économiques adaptent leurs anticipations d'inflation à la lumière des taux d'inflation passés. Il existe, ainsi, un délai entre l'accroissement du taux d'inflation courant et l'accroissement du taux d'inflation anticipé qui rend possible un gain de production et d'emploi à court terme.

Si, maintenant, le gouvernement persiste dans sa volonté de maintenir le taux de chômage en deçà de son niveau naturel, l'inflation devient rapidement incontrôlable toujours du fait du jeu des anticipations. Le taux d'expansion monétaire augmente sans cesse. Le taux d'inflation courant est sans cesse supérieur au taux d'inflation qui avait été anticipé. Les anticipations de taux d'inflation sont sans cesse révisées à la hausse. Une spirale d'augmentation des prix et des salaires est engagée. Il arrive, alors, un moment où le gouvernement doit réviser sa position, pratiquer une politique restrictive et accepter que l'économie revienne au niveau du taux de chômage naturel.

Cet exercice permet aux monétaristes de proposer une explication du déroulement des événements. La relation de Phillips est restée stable tant que l'inflation restait modérée et n'impliquait pas de révision des anticipations de prix. Elle devient instable, au tournant des années 1970, notamment aux États-Unis, quand les tensions inflationnistes, portées par des dépenses budgétaires excessives et une politique monétaire accommodante, ont conduit les agents économiques à réviser à la hausse leurs anticipations de prix. L'inflation redevient, suivant ce scénario, un phénomène purement monétaire sans lien fondamental avec le chômage. La relation de Phillips de long terme est verticale : l'économie ne peut pas s'éloigner durablement de la position définie par le taux de chômage naturel, lequel peut seulement évoluer sous l'effet de phénomènes sociaux ou de changements institutionnels.

Friedman (1968) attribue, en effet, le taux de chômage naturel aux caractéristiques structurelles des marchés de biens et du travail. Il le définit comme le taux de chômage qui prévaut en situation de plein emploi correspondant à un équilibre général des marchés. Ce n'est autre que le taux de chômage volontaire au sens de Keynes (Dos Santos Ferreira 2014).

L'un des facteurs de hausse de ce taux de chômage est la taille des flux qui caractérisent le marché du travail : flux d'entrée et de sortie de la population active, de la population employée et de la population au chômage. Plus ces flux sont importants et plus le taux de chômage et le taux d'emplois vacants sont élevés, pour des durées de chômage ou de vacance d'emploi éventuellement faibles et constantes (Mortensen 1970).

L'autre facteur de hausse du taux de chômage naturel, explicitement mentionnée par Friedman, ce sont les imperfections qui affectent le fonctionnement aussi bien du marché du travail que des marchés de biens. La voie est ouverte à l'idée, devenue aujourd'hui dominante, que seules des réformes structurelles tendant à rendre le marché du travail plus fluide et les marchés de produits plus concurrentiels pourraient permettre de réduire durablement le taux de chômage.

Reste à savoir à quel niveau doit se fixer le taux d'inflation. Théoriquement, l'équilibre est compatible avec n'importe quel taux d'inflation pourvu que celui-ci soit pleinement anticipé. Toutefois, Friedman (1977) note que le taux d'inflation est d'autant plus volatil qu'il est à des niveaux élevés. Le mécanisme de marché devient moins efficient et l'incertitude est accrue au point de peser sur l'investissement. En outre, cette même volatilité peut inciter les gouvernements à exercer des contrôles de prix et de salaires qui sont aussi un facteur d'inefficience. Ainsi, l'inflation peut avoir des effets réels mais seulement si elle est trop élevée. La conclusion est qu'il faut rechercher le taux d'inflation le plus faible possible.

Comment, alors, revenir à un taux d'inflation faible, quand l'économie se trouve dans une situation d'inflation forte ? Il y a un prix à payer en termes de produit et d'emploi. Une première solution consiste à augmenter drastiquement le taux d'intérêt impliquant de supporter un taux de chômage transitoirement très élevé (et plus élevé que le taux de chômage naturel). La révision à la baisse, non moins drastique, des anticipations de prix qui s'ensuit est censée ramener rapidement l'économie au niveau du taux de chômage naturel. Une deuxième solution consiste à augmenter plus graduellement le taux d'intérêt, provoquant une moindre augmentation du chômage que précédemment. Une telle politique entraîne à subir plus longtemps un taux de chômage plus élevé que le taux naturel et un taux d'inflation plus élevé que le taux finalement ciblé. Il est à noter que la première solution sera celle retenue par la Réserve Fédérale aux États-Unis au début des années 1980. Il n'est pas anodin de noter que la politique monétaire fortement restrictive s'est rapidement accompagnée de

déficits budgétaires élevés par hausse des dépenses et baisse des impôts révélant que les États-Unis n'ont pas renoncé à une politique économique active loin du dogme en train de s'installer.

### **3. La réalité des effets de structure**

Une histoire raisonnée du déroulement des faits économiques donne, cependant, un autre aperçu de la nature des difficultés rencontrées. Les anticipations sont brutalement devenues volatiles alors que pendant de longues années, elles n'ont pas été révisées en dépit de politiques gouvernementales actives. Il est peu vraisemblable d'imaginer que le taux de chômage historiquement bas était resté supérieur à son niveau naturel. Il semble évident que les agents économiques s'accommodaient d'une inflation modérée dont les emprunteurs tiraient parti pour rembourser les dettes contractées pour acheter un logement ou des biens d'équipement.

Aussi, la rupture effectivement enregistrée dans la formation des anticipations de prix tient-elle, non à une lente et faible dérive inflationniste des prix courants, mais à la forte et brutale hausse des prix des matières premières observée au début des années 1970 qui est le résultat direct des tensions créées par un taux de croissance très fort, lui-même induit par un choc monétaire et budgétaire parti des États-Unis pour des raisons sociales et géopolitiques. D'ailleurs, la comparaison des taux d'intérêt moyens à long terme observés entre 1950 et 1973 et entre 1980 et 2008, respectivement 4% et 6.4%, suggère que les anticipations inflationnistes étaient plus faibles dans la première période que dans la seconde (Skidelsky 2009, p. 121). En fait, quand l'inflation est faible, la somme des pondérations affectées à l'inflation passée est proche de zéro. En supposant que les anticipations d'inflation sont établies sur la base de la moyenne pondérée des taux d'inflation passés, il s'ensuit que ces anticipations ne changent pas dans un contexte d'inflation faible (Akerlof et Shiller 2009 p. 155).

Ce qui s'est produit c'est une innovation au sens de Schumpeter, une rupture d'équilibre, qui a pris la forme d'une forte accélération temporaire de la croissance et qui a engendré des difficultés globales mais aussi structurelles. Les ressources primaires disponibles, et notamment les ressources en pétrole, sont devenues un facteur limitatif. L'expansion a buté sur des hausses de coût initialement autres que de main d'œuvre. L'inflation a d'abord résulté de ces pénuries avant même de résulter d'une spirale des prix et des salaires. Le taux de croissance compatible avec la stabilité des prix est devenu plus faible (Hicks 1977).

Pour comprendre ce qui s'est réellement passé, il faut distinguer entre des marchés à prix flexibles et des marchés à prix fixes (Hicks 1974). Une demande excédentaire de ressources naturelles au premier rang desquelles le pétrole devait se traduire effectivement par une hausse de leurs prix. Il y avait de fortes chances pour que cette hausse soit répercutée sur les prix dans les secteurs fortement consommateurs de ces ressources et, de proche en proche sur les prix des biens de consommation et, finalement sur les salaires. Ce n'est que si les augmentations de prix subies avaient été jugées temporaires qu'elles n'auraient pas été répercutées de proche en proche.

Les tensions inflationnistes immédiates, plus ou moins fortes, n'auraient toutefois pas du masquer qu'une réorganisation des processus de production de grande ampleur était nécessaire pour répondre à l'augmentation du prix des matières premières, singulièrement dans le secteur manufacturier. Des secteurs entiers étaient entrés en phase de déclin en même temps que de nouveaux secteurs devaient se développer, traduisant un processus de

destruction créatrice. Ce choc structurel s'est accompagné d'une redistribution de la richesse à l'échelle mondiale susceptible de modifier assez radicalement la structure de la demande et qui allait surtout exiger une hausse significative des flux internationaux de capitaux, caractérisé par ce que l'on a nommé le recyclage des pétrodollars.

La caractéristique première de ce choc structurel a été une amplification et une dispersion accrue des déséquilibres sectoriels, c'est-à-dire des excédents d'offre dans les 'anciens' secteurs et des excédents de demande dans les 'nouveaux' secteurs qui vont s'accroissant. Une autre analyse de la stagflation a, alors, été initiée (Archibald 1970, Tobin 1972, Fitoussi 1973). Elle repose sur l'observation de comportements asymétriques. Les entreprises des secteurs en expansion, ne pouvant augmenter immédiatement les quantités offertes faute d'une capacité disponible, vont plutôt augmenter les prix, sans pour autant investir immédiatement faute d'une information de marché suffisamment fiable. Les entreprises des secteurs en déclin vont, à l'opposé, maintenir salaires et prix stables et réduire le taux d'utilisation de leur capacité dans la perspective d'acquiescer, via la variation de leurs stocks, l'information sur la nature du choc subi, pour savoir s'il est transitoire ou permanent, et d'éviter des fluctuations intempestives de leurs prix. Il résulte, alors, d'une dispersion accrue des demandes excédentaires nettes une hausse simultanée de l'inflation et du chômage.

Le phénomène de stagflation ne résulte pas uniquement ici d'un changement des anticipations, il reflète l'existence d'un changement structurel, lequel prend du temps à se mettre en place du fait des irréversibilités des investissements passés et des délais requis pour construire de nouvelles capacités. D'un côté, c'est bien parce que les nouvelles capacités de production ne sont pas encore disponibles que les entreprises des secteurs en expansion ne peuvent pas augmenter l'offre et augmentent les prix. Qui plus est, en l'absence de confiance dans les prévisions de vente et de profit, sans engagements financiers à long terme, les investissements requis pour réduire les goulots d'étranglement ne sont pas réalisés immédiatement avec pour conséquence de prolonger les tensions inflationnistes. De l'autre côté, c'est parce que les entreprises des secteurs en déclin cherchent à éviter des fluctuations intempestives de prix et de salaires qu'elles font porter l'ajustement sur les quantités offertes. Une telle asymétrie est encore renforcée quand l'on observe que les salaires augmentent dans les secteurs à fort gains de productivité, mais aussi dans les autres et que l'expansion est fortement biaisée dans le sens de l'augmentation de la demande de catégories de main d'œuvre initialement peu abondantes (Hicks 1974).

Suivant cette analyse, le taux de chômage d'équilibre, ou taux de chômage qui n'accélère pas l'inflation, n'est ni volontaire, ni optimal. Son niveau et sa dynamique dépendent de la distribution stochastique des déséquilibres sur les marchés de biens plutôt que d'offres et de demandes issues d'un comportement de maximisation de l'utilité d'un consommateur représentatif (Tobin 1995). L'inflation et le chômage restent des phénomènes liés ou conjoints, qui peuvent aller dans le même sens ou en sens contraire. Ce sont des phénomènes de déséquilibre et non d'équilibre. Ils sont la conséquence des bouleversements structurels inhérents à une économie de marché, parfois qualifiés de destruction créatrice. Cela ne signifie pas qu'il n'y a pas de dérapage possible de l'un ou de l'autre. Les années 1970 ont été marquées par la perte de contrôle de l'inflation très certainement du fait de politiques tournées vers la seule stimulation de la demande globale, alors que les entreprises faisaient face à une hausse de leurs coûts de production et une baisse de leurs marges bénéficiaires, éventuellement amplifiées par des hausses de salaires nominaux.

Les changements structurels ont une dimension internationale. Généralement, les secteurs de chaque économie domestique sont partagés entre des secteurs à forte croissance et des secteurs à faible croissance de la productivité. Dans le même temps, coexistent des économies différentes, les unes à forte croissance, les autres à faible croissance de la productivité (Hicks 1977). Dans le cas de deux pays ainsi distingués, il faut que le pays où les gains de productivité sont les plus élevés ait une hausse des prix plus élevée que le pays à faibles gains de productivité si l'on veut que l'équilibre des échanges extérieurs soit maintenu. Si le premier pays contrôle son taux d'inflation, en régime de changes fixes, le deuxième pays est mis en difficulté et l'emploi y est d'autant plus menacé que les salaires réels ne baissent pas. Il peut y pallier en dévaluant sa monnaie, mais moyennant des mesures d'austérité visant à réduire la demande domestique, impliquant une baisse des salaires et une hausse du chômage, dans le but de garantir la nouvelle parité. C'est ce type de mécanisme qui a caractérisé l'économie mondiale gouvernée par les accords de Bretton Woods et qui a été abandonné.

A la fin des années 1960, les États-Unis se sont trouvés dans la situation du pays dont les gains de productivité sont les plus faibles parmi les pays développés. Disposant de la monnaie de réserve et mettant un terme aux accords de Bretton Woods, ils n'ont pas été confrontés à la contrainte de devoir introduire des mesures d'austérité. Ils ont pu conserver une balance commerciale déficitaire et pratiquer une politique macroéconomique expansionniste. Il s'en est suivi un extraordinaire boom de croissance, d'autant que les autres pays ont suivi quand notamment leurs Banques centrales ont pratiqué la même politique monétaire expansionniste que la Fed. En fait, les pays d'Europe continentale et le Japon, dont les balances commerciales étaient excédentaires, se sont trouvées confrontés à un afflux de dollars qui s'est traduit par des accroissements de l'offre de monnaie et des hausses de prix. Le boom en question, comme nous l'avons vu, ne pouvait être que temporaire et devait se heurter à la barrière inflationniste.

Dans la période considérée, qui faisait suite au choc inflationniste sur les matières premières, l'économie ne faisait face, ni à une insuffisance de demande globale, ni à un excès de cette même demande, mais à une hétérogénéité persistante des demandes excédentaires nettes des différents secteurs qui ne fait qu'exprimer la réalité du processus de destruction créatrice. Ni une politique budgétaire laxiste pour maintenir l'emploi, ni une politique monétaire restrictive pour réduire l'inflation, ne pouvaient être les réponses requises. Ni le keynésianisme standard, ni le monétarisme ne pouvaient offrir de solution. C'est à un vrai dilemme de politique économique auquel ont été confrontés des pouvoirs publics qui n'en mesuraient d'ailleurs pas la nature. L'alternance de relances et de restrictions ne pouvait n'être que très coûteuse notamment en termes d'emplois sans éradiquer les tensions inflationnistes.

La théorie des équilibres à prix fixes, au succès académique éphémère (Barro et Grossman 1971, 1976, Benassy 1975), ne pouvait pas davantage apporter de réponse. Loin de pouvoir effectivement considérer l'hétérogénéité des situations de marché, elle décrit des états globaux alternatifs sur la base de différences observées dans la configuration des prix, en opposant un état de chômage classique associé à une demande globale de biens excédentaire à un état de chômage keynésien associé à une offre globale de biens excédentaire. Le premier de ces états est caractérisé par un taux de salaire nominal relativement élevé par rapport au niveau général des prix, alors que c'est l'inverse pour le second. La situation des années 1970 est, alors, présentée comme relevant de l'état de chômage classique, signifiant que la vraie cause du phénomène serait une insuffisante profitabilité des entreprises qui les empêcherait

d'embaucher et non une insuffisance de demande. Ce serait, alors, la fixité présumée des prix qui expliquerait l'impossibilité de converger vers les prix assurant un équilibre général des marchés. Le maintien de la hausse des salaires réels en présence d'une chute exogène des gains de productivité devient la cause de l'irruption d'un chômage classique (Malinvaud 1977). La flexibilité des prix apparaît, ainsi, en filigrane comme la solution, alors que le vrai problème vient de ce que les prix varient, mais ne vont pas forcément dans la bonne direction.

Il est, évidemment possible d'envisager, dans le cadre des équilibres à prix fixes, à la fois une multitude d'agents et une multitude de marchés éventuellement hétérogènes dans le sens d'exhiber, les uns des excédents de demande, les autres des excédents d'offre. Mais il faudrait, alors, imaginer, pour résorber le chômage pouvoir mettre en œuvre des politiques sectorielles impliquant pour le gouvernement de disposer d'une information que, manifestement, il ne peut pas détenir et faute de laquelle son intervention ne peut que conduire à une mauvaise allocation des ressources.

L'intérêt de ce type d'analyse aurait pu être d'ouvrir le débat sur le mode de formation des prix dans une économie hors de l'équilibre en posant deux questions : pourquoi les prix sont-ils rigides ou visqueux et comment réagissent-ils et avec quelles conséquences sur le profil de l'économie aux écarts entre offre et demande, qu'en est-il du rôle des stocks, réels ou financiers, accumulés involontairement ? Au lieu de cela, l'attention s'est portée sur des règles de rationnement.

Des développements récents, arguant de la limitation que constituerait le fait de se rapporter à l'existence de déséquilibres de marché, ont écarté les mécanismes de rationnement pour y substituer des fonctions d'appariement qui font que l'équilibre entre l'offre et la demande est toujours assuré grâce aux ajustements de prix et de degré d'étroitesse des marchés de biens et du travail ou grâce au seul ajustement du degré d'étroitesse des marchés quand les prix sont fixes. Il est, alors, montré qu'en régime de prix fixes, dont il est attesté empiriquement qu'il correspond mieux à la réalité que le régime de prix concurrentiels, les chocs de demande agrégée sont la principale source de fluctuations, ce que confirmerait l'étude empirique sur données américaines (Michaillat et Saez 2015). Pour autant, les deux questions posées plus haut restent sans réponse. Les changements affectant les structures de l'offre et de la demande continuent d'être ignorés.

#### **4. Le choix contraint de politique économique**

La position doctrinale qui va l'emporter est que la chute observée du taux de croissance de la productivité est une donnée globale à laquelle l'économie doit se rendre en acceptant une modération salariale. Certes, il aurait mieux valu s'interroger sur la défaillance de l'économie à capter les gains potentiels de productivité contenus dans les nouvelles technologies requises pour faire face à la nouvelle donne des marchés, y compris les marchés de matières premières. De fait, le taux de croissance compatible avec la stabilité des prix a diminué, non pas en raison d'un choc négatif de productivité, mais sous l'effet de la hausse du prix des matières premières, elle-même induite par un taux de croissance temporairement très élevé. C'était accepter la défaite que de s'en tenir à des mesures visant, soit à réduire les salaires réels, soit à absorber le travail redondant (en réduisant le taux d'activité) sans augmenter le produit et en dissimulant le chômage (Hicks 1977 p. 106-107).

De l'épisode de stagflation, il n'est, alors, resté dans la mémoire des économistes et des politiques, que la hausse du taux d'inflation qu'il a bien fallu enrayer. La réalité du changement structurel et de l'hétérogénéité accrue qui s'en est suivie a été occultée. Il y a deux raisons à

cela : la croyance revenue dans les vertus régulatrices des marchés qui suffiraient à résorber les déséquilibres ; la réticence à penser une politique économique qui, se référant aux déséquilibres sectoriels, pourrait interférer avec l'allocation des ressources au lieu de s'en tenir à un objectif de régulation globale. Il ne pouvait, en effet, être question d'interventions sectorielles publiques qui auraient visé à soutenir la demande là où elle était défailante et l'offre là où elle était insuffisante au risque de contrevenir aux choix des acteurs et à l'efficacité des forces de marché. Aucune interrogation n'a été formulée concernant l'organisation des marchés et des entreprises, autrement dit sur la complexité des forces du marché.

Il est, pourtant, dommageable d'ignorer l'effet des changements structurels sur le mouvement des agrégats. Il est jusqu'au phénomène d'inflation dont il est impossible de juger de la nocivité sans en examiner les effets sur les prix relatifs et la structure des revenus. D'un autre côté, il est toujours difficile pour les pouvoirs publics de prendre des mesures qui, de près ou de loin, finiraient par affecter les choix de production et de consommation. La question est ainsi posée de la relation entre les politiques globales (monétaires et budgétaires) et les politiques structurelles. La proposition a pu être faite dans les années 1970 de répondre à la spirale entre prix et salaires au moyen d'une politique des revenus (Tobin 1977). Cette proposition est devenue rapidement très impopulaire parmi les économistes libéraux au motif que sa mise en œuvre introduirait des distorsions et des inefficacités dans l'allocation des ressources.

Quoi qu'il en soit de ce débat, les économies développées ont dû se résoudre à éradiquer une inflation devenue excessive au moyen d'une politique monétaire particulièrement restrictive. Aux États-Unis, ce fut une politique éclair au début des années 1980, qui devait casser les anticipations inflationnistes, rapidement relayée par une politique budgétaire de baisse des impôts et de hausse des dépenses, génératrice de déficits budgétaires. Cette politique, mise en œuvre par l'administration républicaine et le Président Reagan, qualifiée de '*Reaganomics*', a été fort peu conforme à la doctrine censée l'avoir inspirée. En France, à partir de 1983, la politique monétaire restrictive, qualifiée de désinflation compétitive, s'est davantage étendue dans le temps et a durablement affaibli la croissance au détriment de l'emploi, du fait de taux d'intérêt réels durablement élevés. Le chômage a été traité (mais non résorbé) au moyen de politiques visant à réduire l'offre de travail sous la forme de mises en retraite anticipées et de réduction de la durée du travail ou le coût du travail en abaissant les charges salariales sur les emplois non qualifiés, sans doute au détriment de l'amélioration des gains de productivité (Askenazy 2011). Cette dernière attitude présente cette curiosité de conforter l'idée que la lutte contre le chômage est dissociée de la lutte contre l'inflation, même si les moyens de cette lutte sont à l'opposé de ceux préconisés par les monétaristes.

## **5. Digression sur la théorie de l'inflation**

L'approche de l'inflation la plus couramment retenue est celle qui en fait un phénomène purement monétaire signifiant que l'offre de monnaie, éventuellement commandée par la nécessité de couvrir le déficit budgétaire, détermine l'évolution du niveau général des prix. Elle repose, fondamentalement, sur le principe de dichotomie entre secteur monétaire et secteur réel de l'économie. La monnaie est jugée neutre dans le sens elle n'a pas d'effet réel à long terme sinon même à court terme. Le taux d'inflation n'affecte pas le taux de croissance réel (de régime régulier) ni le taux de rendement du capital. Dans ces conditions, il peut sembler que n'importe quel taux d'inflation est acceptable pourvu qu'il soit correctement anticipé. Pourtant, l'objectif assigné aux Banques centrales est bien la stabilité de prix. La raison en est que l'inflation a un coût qui n'est autre que le résultat du gaspillage de ressources

mobilisées pour minimiser le montant des liquidités détenues mesuré par le coût de se rendre souvent à la banque (*'shoe-leather cost'*). Il existe ainsi un taux d'inflation optimal qui est naturellement faible.

Cette identification du coût de l'inflation n'a d'autre intérêt que de préserver l'essence de l'analyse à savoir l'indépendance entre la dimension réelle et la dimension monétaire de l'économie, l'indépendance entre le taux d'inflation et le taux de chômage.

Une approche alternative de l'inflation, consistant à partir des modes de fixation de prix sur les marchés, conduit à en faire un phénomène, certes monétaire, mais intrinsèquement lié aux perturbations réelles de l'économie. Elle conduit à mettre l'accent sur le coût réel de l'inflation en même temps qu'à porter un jugement différent sur l'inflation suivant qu'elle est faible ou forte.

Les chocs réels auxquels une économie est soumise se traduisent par des changements de prix relatifs. Si les prix nominaux de certains biens ou services dont le prix relatif devrait diminuer sont fixes, le changement de prix relatif et l'équilibre des marchés passent par une hausse du niveau général des prix (Heymann et Leijonhufvud 1995). Le plaidoyer en faveur de rigidités nominales fait ici écho aux positions de Keynes. Certes, la hausse modérée (et non cumulative) du niveau général des prix procède d'une politique monétaire accommodante. Mais l'inflation est une inflation de crédit (*'credit inflation'*) et non une inflation de monnaie centrale (*'cash inflation'*).

Il est intéressant de constater que la théorie de l'inflation comme *'cash inflation'* suivant laquelle l'inflation prend sa source essentiellement dans la monétisation des déficits publics fait figure de théorie générale de l'inflation alors qu'elle ne devrait s'appliquer qu'aux situations de forte dérive budgétaire généralement associées à des taux d'inflation très élevés porteurs d'un creusement des inégalités pouvant aller jusqu'à entraîner des destructions de capacités productives (Georgescu-Roegen 1968, Heymann et Leijonhufvud 1995).

Une inflation de crédit, qui permet de lisser les fluctuations de l'activité en facilitant les changements de prix relatifs et les changements structurels qui en sont la cause, est, en principe, une inflation modérée qui a des effets réels positifs. Elle se propage, en effet, à travers l'expansion du crédit qui n'est pas nécessairement accompagnée d'une politique de monnaie bon marché par la Banque centrale. Il n'y a aucune raison intrinsèque pour qu'elle dérape et devienne élevée, dès lors que les déséquilibres sur les marchés de biens sont contenus. Une inflation modérée pendant une période est, d'ailleurs, susceptible d'aider à contenir ces déséquilibres et de conduire à sa propre extinction. La base monétaire devient ici largement endogène. Ce sont les crédits qui en déterminent le montant.

L'inflation de monnaie centrale est le type d'inflation qui peut devenir élevée et qui est très coûteuse en termes réels. Elle procède effectivement de la monétisation des déficits publics. Parce qu'elle est d'emblée assez élevée, elle modifie la répartition des revenus. Sont essentiellement pénalisés les titulaires de revenus contractualisés, les salariés bien sûr mais aussi les rentiers et les retraités et ce d'autant plus que leur pouvoir de négociation est faible. C'est par ce canal de la répartition que l'inflation a des effets réels dommageables. Elle affecte la structure de la capacité de production au détriment des biens salariaux et au bénéfice des biens de luxe ou de l'achat d'actifs financiers et immobiliers. Les investissements dans les industries de biens de luxe prennent le pas sur les investissements exigeant une longue attente avant d'être opérationnels, qu'il s'agisse d'investissements dans les biens d'équipement ou dans les infrastructures publiques (Georgescu-Roegen 1968). Ce

changement structurel pénalise la croissance à long terme. Dans une situation de cette nature, une politique monétaire restrictive est de peu de secours et peut même être dangereuse. La raison en est qu'elle a une dimension agrégée alors que le problème est devenu de nature structurelle et que les ressources engagées dans un secteur ne sont pas aisément ni rapidement transférées dans un autre.

Certes, la situation qui vient d'être décrite n'est pas celle à laquelle ont dû faire face les pays développés dans les années 1970. C'est la situation qu'ont connue les pays d'Amérique Latine dans les années 1960 et les pays de l'ancien bloc soviétique dans les années 1990. Mais comment, alors, comprendre que l'on ait privilégié une théorie de l'inflation comme '*cash inflation*', comme phénomène purement monétaire alors que manifestement l'inflation était plutôt la conséquence d'ajustements de prix sur les marchés de biens permis par des facilités de crédit. Il y a à cela une raison proprement intellectuelle, la position de force de thèses monétaristes qui insistent sur l'influence de la monnaie sur les variables réelles de l'économie ne fut-ce qu'à court terme, mais aussi une raison factuelle, la nécessité de juguler une inflation devenue trop forte, aux effets réels menaçants, ce qui devait passer par une politique monétaire fortement restrictive, voire même une raison politique, l'intention de certains gouvernements, notamment en Grande Bretagne, de jouer de la hausse du chômage pour casser le pouvoir de négociation des salariés et stopper les hausses de salaires.

Reste, toutefois, à expliquer la longue période d'inflation très basse dans les pays développés autrement qu'en s'en tenant à la doxa suivant laquelle cela ne serait dû qu'à la politique des Banques Centrales indépendantes soucieuses de contenir les anticipations inflationnistes et avec elles le taux d'inflation à ce niveau très bas. La réalité est beaucoup plus complexe. La modération salariale a joué un rôle. Mais plus important sans doute est la modération des prix qui a résulté à la fois de l'importation des biens de consommation fabriqués à bas coût dans les pays émergents au premier rang desquels la Chine, et des effets d'échelle dans la fabrication de biens intermédiaires, éventuellement importés, comme les semi-conducteurs. À cela il faut ajouter que la contrainte monétaire imposée par les banques centrales n'a pas réellement affecté l'offre de financement car elle s'est accompagnée d'une vague d'innovations financières qui ont notamment porté les investissements dans les nouvelles activités. Tous ces facteurs ont contribué à contenir les déséquilibres de marché sectoriels et à lisser le taux d'inflation.

La théorie monétaire dont il est question est une théorie de l'intermédiation financière dès lors qu'à la fonction de création de monnaie vient s'ajouter celle de mettre en relation les prêteurs et les emprunteurs. Cela conduit à mettre l'accent sur la complémentarité entre l'activité bancaire et l'activité industrielle plutôt que sur la structure des patrimoines financiers individuels (De Cecco 1987, Gaffard et Pollin 2008).

## **6. Les années 2020 en perspective**

L'inflation est, aujourd'hui, de retour. Sur un an, en novembre 2021, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 6.8% aux États-Unis, de 4.6% au Royaume Uni, de 6.0% en Allemagne, de 3.4% en France, de 4% en Italie, de 5.6% en Espagne, de 4.9% en zone euro. Ces tensions inflationnistes sont initialement jugées transitoires. Elles seraient l'effet des hausses de prix sur les marchés de matières premières et de certains composants électroniques attribuées à des excédents de demande reflétant un rebond exceptionnel d'activité consécutif à l'arrêt imposé par les contraintes sanitaires. Les pics seraient atteints et un retour à la normale est attendu une fois le rattrapage réalisé. Le seul risque évoqué est

celui d'une hausse des salaires, un risque jugé faible si l'on en juge au faible coût en termes d'inflation d'une baisse du chômage.

Cette approche du problème à laquelle ont essayé de s'en tenir les Banques Centrales minore les effets sur les prix des biens de consommation et de production de la hausse des coûts des matières premières ou de composants industriels. Elle ignore surtout, que cette hausse a des effets d'autant plus différenciés suivant les secteurs en termes de prix et de production que des bouleversements sont à l'œuvre qui affectent la structure de la demande en même temps que celle de l'offre. Les relocalisations, la transition énergétique vont de pair avec une déstabilisation des marchés de travail. La géopolitique des nouvelles ressources exclut que tout puisse se résoudre par un recyclage des capitaux comme ce fut le cas avec ceux amassés par les producteurs de pétrole dont la particularité était d'avoir une faible consommation interne du fait de leur petit nombre d'habitants.

Comme dans les années 1970, des secteurs entrent en déclin quand d'autres pourraient connaître une forte expansion. L'inflation naît de ces bouleversements structurels, en clair de la dispersion accrue des demandes excédentaires nettes sur les marchés de biens et les marchés du travail. Le coût encouru tiendrait à ce que les firmes seraient dans l'incapacité d'interpréter correctement les signaux de prix qui résultent de changements de prix relatifs dus au processus inflationniste. Il s'ensuivrait que des réallocations nécessaires de ressources ne seraient pas effectuées, alors que d'autres le seraient qui ne devraient pas avoir lieu (Leijonhufvud 1977). Autant dire que beaucoup dépend des anticipations à long terme que ces firmes peuvent faire alors qu'elles sont incertaines sur la nature des technologies et des préférences futures. L'incitation des entreprises à investir dans les secteurs potentiellement en expansion dépend de leur capacité à anticiper la demande future, qui est en partie liée à la situation globale de l'emploi, mais aussi de leur capacité à anticiper l'offre des entreprises ayant des activités concurrentes ou complémentaires. Le cas des semi-conducteurs est éclairant. Sans doute n'y-a-t-il pas d'incertitude quant à la croissance de la demande de ce produit à court et moyen terme. Encore faut-il prendre en considération le fait que la rentabilité est étroitement déterminée par la part de marché en raison de l'importance des effets d'échelle. Chaque entreprise doit pouvoir évaluer ce que seront les offres concurrentes à défaut de quoi elle risque d'investir et de produire trop.

Le défaut d'incitation à investir ne peut que rendre persistantes les tensions inflationnistes dans les secteurs concernés. Sans doute une hausse modérée du niveau général des prix est-elle un bon moyen d'absorber les variations de prix relatifs. Encore faut-il que ces variations restent limitées, autrement dit que les déséquilibres de marché soient contenus, ce qui dépend des capacités des firmes à investir et désinvestir, à s'engager dans certains secteurs et à se dégager d'autres.

S'interroger aujourd'hui sur le point de savoir si les tensions inflationnistes sont ou non transitoires ne saurait éluder cette autre question qui porte sur la nature de ces tensions et sur le cheminement de l'économie qu'elles dessinent. Conçues comme un phénomène purement monétaire, ces tensions sont réputées réversibles en raison de l'existence présumée d'un équilibre de long terme. La difficulté avec cette approche du problème tient à ce que les Banques Centrales, singulièrement la Banque Centrale Européenne sont, dans le contexte actuel, démunies de leur guide d'action habituel, prises entre une règle qui voudrait qu'elles augmentent le taux d'intérêt et le risque encouru de voir les prix des titres s'effondrer et le coût des dettes publiques s'envoler. Cette impasse politique est révélatrice de crises dont le moteur ne se résume pas à la monétisation des déficits publics. Aussi nous faut-il revenir à

cette idée suivant laquelle les tensions inflationnistes participent d'ajustements sur des marchés en déséquilibre, ce qui ne retire rien à la complexité du phénomène qui, de global, devient ou redevient structurel.

Plusieurs scénarios sont envisageables. Une inflation cumulative est possible si des hausses de salaires, sans gains suffisants de productivité, et des soutiens directs à la consommation financés par la dette publique répondaient aux hausses initiales des prix. Aux déséquilibres structurels viendraient s'ajouter un déséquilibre global. Un tel dérapage, qui n'est pas exclusif de hausses sectorielles du taux de chômage, conduirait les Banques Centrales à augmenter significativement leurs taux d'intérêt pour casser les anticipations inflationnistes à l'image de ce qui a été fait au tournant des années 1980 dans des circonstances analogues. A l'inverse, il peut arriver qu'en l'absence d'ajustements structurels et en raison du maintien des contraintes sur les salaires, le pouvoir d'achat et la demande globale diminuent, et donc que les effets globaux l'emportent sur les effets structurels, les pressions inflationnistes étant éliminées au prix d'une hausse du taux de chômage.

Un troisième scénario est celui dans lequel les conditions seraient réunies permettant que soient engagés les investissements en capital physique et en capital humain nécessaires pour que les ajustements structurels puissent prendre place. Dans ce cas de figure, une inflation modérée, qui serait une inflation de crédit, pourrait perdurer pour une période relativement longue en étant le signe que les déséquilibres sectoriels sont en voie de résorption. Elle pourrait être accompagnée d'une hausse du taux d'intérêt en accord avec la hausse du taux de croissance. Ce scénario d'une inflation contrôlée ne repose pas sur la seule action des Banques Centrales. Sa mise en œuvre requiert des entreprises, des institutions financières et des pouvoirs publics d'être placés dans les conditions institutionnelles de s'engager dans des investissements à long terme.

Dans une économie ouverte, aux déséquilibres internes viennent se greffer des déséquilibres entre pays. Ce sera le cas, notamment, si l'un de ces pays suit le premier scénario et un second suit le troisième scénario. La balance commerciale du premier se détériorerait quand celle du second s'améliorerait. L'effet et l'amplitude d'une hausse possible du taux d'intérêt serait différente d'un pays à l'autre, ce qui ne serait pas sans créer des difficultés au sein d'une union monétaire.

Cette analyse de l'inflation relève d'une approche institutionnelle dont la spécificité est de se rapporter aux contrats liant les agents entre eux, les contrats de travail bien sûr, mais aussi les contrats de financement et les contrats entre entreprises aux activités complémentaires ou concurrentes. La conception et la mise en œuvre de ces contrats sont une réponse aux imperfections et surtout à l'incomplétude des informations de marché. Ils signalent la dimension sociale et politique du fonctionnement des économies. De leur nature dépend le fait que l'inflation reste modérée ou devient cumulative. La question posée est celle de l'effet de ces contrats sur la gestion intertemporelle des déséquilibres de marché. L'hypothèse peut être formulée que des contrats microéconomiques de longue durée favorisant des ajustements graduels sont le moyen de rendre fiables les anticipations, de rendre pertinentes les dépenses d'investissement, de contrôler les mouvements de prix et de salaires, de faire en sorte qu'une inflation nécessaire ne soit pas cumulative. À l'inverse des contrats globaux d'indexation des salaires sur les prix sont une source de désordres et d'une inflation hors de contrôle, d'autant bien sûr que cette indexation n'implique pas que la distribution des revenus réels et la structure des prix restent inchangées. Dans un cas l'économie est dans un « corridor de stabilité », dans l'autre elle s'en échappe.

## 7. Conclusion

La discussion sur le caractère provisoire ou durable de l'inflation est vaine si l'on ne s'entend pas sur la nature du phénomène. L'erreur est de penser l'inflation comme un phénomène global et comme un phénomène purement monétaire impliquant de dissocier ce qu'il advient du niveau général des prix de ce qu'il advient des prix relatifs, auquel cas la hausse du niveau général des prix va de pair avec un défaut de flexibilité des prix, autrement dit avec des rigidités qui empêchent le bon fonctionnement (l'équilibre) des marchés et sont responsables d'une excessive variabilité des prix relatifs. De cette erreur d'analyse vient l'idée que l'inflation sera éradiquée pourvu d'imposer une pleine concurrence et la neutralité de la politique monétaire. La réalité est autre. L'inflation procède des déséquilibres de marché qui sont dans la nature du processus économique. La flexibilité des prix témoigne de la perte de contrôle de ces déséquilibres conduisant à une variabilité inappropriée des prix relatifs et à une dérive inflationniste. Ce sont les modes d'organisation qui préviennent d'une telle flexibilité et qui font que l'inflation reste sous contrôle. Autant dire que si les choix de politique monétaire sont importants, l'organisation des marchés l'est tout autant. L'enjeu, dans les années qui viennent, est que puisse prévaloir une organisation des firmes et des marchés qui garantisse à l'économie de demeurer dans un « corridor de stabilité », sans doute à rebours des règles de flexibilité qui semblaient faire consensus avant que ne surviennent les crises.

D'un strict point de vue analytique, le défi est de pouvoir prendre en considération, non seulement, la structure sectorielle des agrégats de prix et de quantité, mais aussi l'interdépendance, toujours en termes de prix et de quantités, entre les secteurs comme entre les firmes. Le défi est de pouvoir mettre au cœur de l'analyse l'hétérogénéité de la production et de la demande ainsi que leur évolution conjointe.

## Références

- Akerlof G.A. and R.J. Shiller (2009): *Animal Spirits*, Princeton: Princeton University Press. Traduction française : *Les esprits animaux*, Paris : Pearson.
- Archibald G.C. (1970): 'The Structure of Excess Demand for Labor', in E.S. Phelps et alii (1970): *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory*, New York: Norton & Cie.
- Askenazy P. (2011) : *Les décennies aveugles : emploi et croissance 1970-2010*, Paris : Le seuil.
- Barro R.J. and H.I. Grossman (1971): 'General Disequilibrium Model of Income and Employment', *American Economic Review* 61: 82-93.
- Barro R. J. and H.I. Grossman (1976): *Money, Employment, and Inflation*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Benassy J-P (1975): 'Neo-Keynesian Disequilibrium Theory in a Monetary Economy', *The Review of Economic Studies* 42 (4): 503-523.
- Bordo M and A. Orphanides (2013): 'Introduction: The Great Inflation', in *The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking*, NBER Book, Chicago: The University of Chicago Press.
- De Cecco M. (1987): 'Financial Innovations and Monetary Theory' in M. De Cecco ed., *Changing Money: Financial Innovations in Developed Countries*, Oxford: Blackwell.
- Dos Santos Ferreira R. (2014): 'Mr Keynes, the Classics and the New Keynesians: a Suggested Modelling', *European Journal of History of Economic Thought*, 21 (5): 801-838.

- Fitoussi J-P (1973) : *Inflation, équilibre et chômage*, Paris : Cujas.
- Friedman M. (1968): 'The Role of Monetary Policy', *American Economic Review* 58: 1-17.
- Friedman M. (1977): 'Nobel Lecture: Inflation and Unemployment', *Journal of Political Economy* 85 (3): 451-72.
- Gaffard J-L et J-P. Pollin (1988) : 'Réflexions sur l'instabilité des économies monétaires', *Revue d'Économie Politique* 98 (5) : 599-614.
- Georgescu-Roegen N. (1968): 'Structural Inflation – Lock and Balanced Growth', Reprint in *Energy and Economic Myths*, New York: Pergamon Press.
- Heymann D. and A. Leijonhufvud (1995): *High Inflation*, Oxford: Oxford University Press.
- Hicks J.R. (1974): *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford, Basil Blackwell. Traduction française (1988): *La crise de l'économie keynésienne*, Paris: Fayard.
- Hicks J.R. (1977): 'Monetary Experience and the Theory of Money', in *Economic Perspectives*, Oxford: Clarendon Press.
- Leijonhufvud A. (1977): 'Cost and Consequences of Inflation' in G.C. Harcourt (ed.) *The Microeconomic Foundations of Macroeconomics*, London: Macmillan. Reprinted in A. Leijonhufvud (1981): *Information and Coordination*, Oxford: Oxford University Press.
- Malinvaud E. (1977): *The Theory of Unemployment Reconsidered*, Oxford: Blackwell.
- Michaillat P. and E. Saez (2015): 'Aggregate Demand, Idle Time, and Unemployment', *Quarterly Journal of Economics* 130 (2): 507-569.
- Mortensen D.T. (1970): 'A Theory of Wage and Employment Dynamics', in E.S. Phelps et alii (1970): *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory*, New York: Norton & Cie.
- Phelps E.S. (1967): 'Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time', *Economica* N S 34: 254-281
- Skidelsky R. (2009): *Keynes: The Return of the Master*, New York, Public Affairs.
- Tobin J. (1972): 'Inflation and Unemployment', *American Economic Review* 62: 1-18.
- Tobin J. (1977): 'How Dead Is Keynes?', *Economic Inquiry* 15 (4): 459-468. Reprint in J. Tobin (1982): *Essays in Economics. Theory and Policy*, Cambridge: MIT Press.
- Tobin J. (1995): 'The Natural Rate as a New Classical Macroeconomics', in R. Cross *The Natural Rate of Unemployment*, Cambridge: Cambridge University Press.



## ABOUT OFCE

---

The Paris-based Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), or French Economic Observatory is an independent and publicly-funded centre whose activities focus on economic research, forecasting and the evaluation of public policy.

Its 1981 founding charter established it as part of the French Fondation nationale des sciences politiques (Sciences Po), and gave it the mission is to “ensure that the fruits of scientific rigour and academic independence serve the public debate about the economy”. The OFCE fulfils this mission by conducting theoretical and empirical studies, taking part in international scientific networks, and assuring a regular presence in the media through close cooperation with the French and European public authorities. The work of the OFCE covers most fields of economic analysis, from macroeconomics, growth, social welfare programmes, taxation and employment policy to sustainable development, competition, innovation and regulatory affairs.

## ABOUT SCIENCES PO

---

Sciences Po is an institution of higher education and research in the humanities and social sciences. Its work in law, economics, history, political science and sociology is pursued through [ten research units](#) and several crosscutting programmes.

Its research community includes over [two hundred twenty members](#) and [three hundred fifty PhD candidates](#). Recognized internationally, their work covers [a wide range of topics](#) including education, democracies, urban development, globalization and public health.

One of Sciences Po's key objectives is to make a significant contribution to methodological, epistemological and theoretical advances in the humanities and social sciences. Sciences Po's mission is also to share the results of its research with the international research community, students, and more broadly, society as a whole.

## PARTNERSHIP

---