

# **Sortir de la crise : les voies et les impasses de la macroéconomie<sup>1</sup>**

**Xavier Timbeau<sup>2</sup>**

Prisme N° 23

Mai 2012

---

<sup>1</sup> Ce texte est la retranscription de la présentation de Xavier Timbeau lors du séminaire « Probabilismes ». La vidéo est disponible sur le site du Centre Cournot, [www.centre-cournot.org](http://www.centre-cournot.org).

<sup>2</sup> Xavier Timbeau est directeur du Département « analyse et prévision » depuis 2001 à l'OFCE (Observatoire français des conjonctures économiques). Il enseigne la macroéconomie et l'économie de l'environnement à Supélec et à Sciences-Po, Paris. Sa recherche porte sur les estimations du chômage et de l'inflation, sur la prévision, l'analyse de la conjoncture dans la zone euro, sur le marché immobilier, ainsi que sur les comptes publics et les actifs intangibles. Ses publications concernent également l'analyse de la crise économique et des stratégies de sortie de la dépression.

La macroéconomie traverse une période délicate. Ce ne serait pas grave en soi, si les attentes qu'elle suscite en matière de politique économique n'étaient si grandes. Elle n'est toutefois pas en mesure de répondre clairement aux questions actuelles et les réponses qu'elle doit trouver ne sont peut-être pas les bonnes. Au risque de donner des arguments qui ne sont pas toujours conclusifs, je présente ici les quelques pistes d'une réflexion en cours. Ces pistes suivent le questionnement qui est imposé à la macroéconomie, celui des dettes, du déficit d'activité, ou de la croissance, pour parler communément. Les déficits publics sont élevés, comme le sont la dette publique et le taux de chômage qui accompagne la perte d'activité. Les institutions financières sont exposées à des risques, qui, combinés, deviennent systémiques et l'Euro peut éclater sous le coup de la crise des dettes souveraines.

Deux grandes voies s'opposent sur ces sujets, la première est une voie conservatrice liquidatrice, en référence aux « liquidationnistes » de la Grande dépression. La seconde est la voie inspirée des keynésiens.

Pour les premiers, il faut :

- réduire vigoureusement les dettes publiques et ne pas laisser courir de déficits publics importants ;
- lutter contre l'aléa moral : si les dettes sont trop lourdes, il faut l'expliquer aux créanciers et aux débiteurs et liquider ces dettes, autrement dit, faire défaut. Cette position liquidationniste est celle, par exemple, de l'actuel ministre allemand des finances ;
- réengager les « réformes structurelles » afin d'accélérer la croissance. Ce troisième moyen semble retenu par défaut, dans un contexte de fortes contraintes, où les réformes structurelles apparaissent comme un levier permettant de relancer un peu l'économie<sup>3</sup>.

Pour les seconds, il s'agit de :

- réduire les déficits publics de manière progressive, en fournissant avant tout un effort structurel qui, en raison de l'existence de stabilisateurs

---

<sup>3</sup> Entre autres exemples, la libéralisation du secteur des taxis devrait contribuer à compenser la perte de croissance liée à la réduction des dettes publiques. La démarche de la part des conservateurs-liquidateurs est incohérente avec le principe qu'ils admettent que, pour déréglementer le secteur des taxis, il fallait les compenser en rachetant leur rente. Faute de moyens disponibles pour ce rachat, cette opération de libéralisation du secteur des taxis (et d'autres secteurs) se ferait à moindre coût et donc sans compensation.

automatiques et de l'impact de la réduction des déficits sur le P.I.B., peut ne pas conduire à un résultat à court terme. L'effort structurel ne se traduit donc pas nécessairement par une réduction rapide des déficits mais on escompte à terme un effet sur le déficit public, propre à réduire la dette ;

- mener une politique monétaire très active. Cette voie s'est traduite, par exemple, par le cadeau de 500 milliards d'euros prêtés à moins de 1% par la BCE aux banques européennes, établissements bancaires qui peuvent ensuite prêter à un taux de 5,5% à l'Italie notamment, ce qui leur permet de dégager une marge de 4,5% quasiment sans risque, et permet ainsi de remettre à flot les banques. En raison du risque systémique qui menace les institutions financières, cette politique suscite peu de critiques, mais il n'en demeure pas moins qu'il s'agit d'un cadeau fait aux banques, d'une injection de liquidités, assortie de la tentation de forcer la valeur des actifs, c'est-à-dire de regonfler les bulles. Les bulles se sont succédé : celle de 2000 a laissé la place à celle de 2007–2008. Regonfler une bulle qui éclaterait dans quelques années, permettrait à la génération aux commandes de résoudre le problème en le laissant en héritage à sa descendance, de gagner un peu de temps.

D'autres voies existent, peu structurées à ce jour :

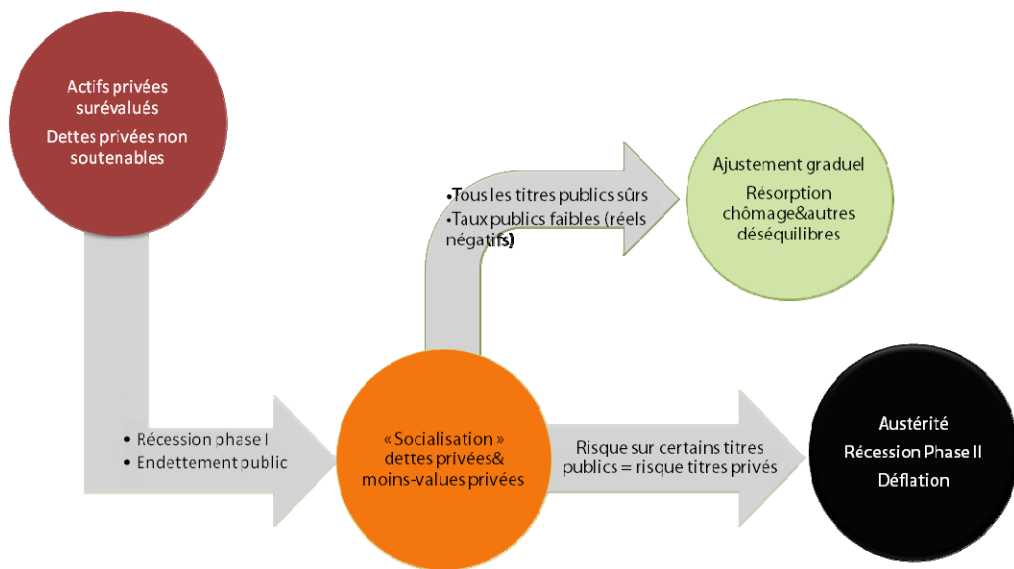
- diminuer fortement les écarts de richesses, suivant une sorte de remise à zéro qui consisterait à augmenter massivement l'imposition des riches pour transférer lourdement une partie de cette imposition aux pauvres et utiliser le résidu pour rembourser les dettes. Pour ceux qui lient la crise aux inégalités, cela serait peut-être une solution à l'un des éléments structurels de la crise ;
- procéder à un défaut généralisé afin de répartir sur des bases saines. Les promoteurs de cette voie y voient une occasion de mettre fin au capitalisme. Les défauts sur les dettes publiques, injustifiés et par nature inégalitaires, n'ont pas de raison d'être conservés en l'état actuel ;
- promouvoir l'inflation, qui serait une version douce de la proposition précédente dans la mesure où elle aboutit au même résultat mais de

manière progressive, en étalant l'opération dans le temps. Cette idée relève du vœu pieux, l'inflation n'est pas le fruit de la seule volonté et ne réglerait peut-être aucun des problèmes auxquels nous sommes confrontés ;

- ajuster le taux de change. Cette voie est peu explorée en Europe. En cas de crise mondiale, jouer sur les taux de change ne constitue pas une solution dans la mesure où elle revient à transférer le problème sur autrui. Cependant, la crise devenant de plus en plus spécifiquement européenne, la question des taux de change peut se poser au fur et à mesure qu'elle se désacralise.

Le diagramme résume le schéma causal de la crise actuelle. Au départ, des actifs privés surévalués et des dettes privées non soutenables précipitent la crise avec toutes les conséquences observées, dont une récession et, puisque l'on a appliqué les recettes keynésiennes, une hausse de l'endettement public, qui est le moyen d'interrompre la chute libre dans laquelle se trouve l'économie au moment où se dégonfle la bulle d'actifs et de dettes insoutenables. Ensuite, dans un état de l'économie intermédiaire un peu moins grave que l'état précédent, intervient la socialisation des dettes et des moins-values privées. Il en résulte un amoncellement de dettes publiques qu'il s'agit de diminuer. Deux configurations sont possibles : les actifs publics sont aussi incertains que les actifs privés, c'est-à-dire qu'il peut y avoir défaut sur les actifs publics comme sur les actifs privés. Il incombe au créancier de se préoccuper du défaut potentiel qui existe dès lors qu'il prête (y compris à un créancier souverain) ; or un taux d'intérêt mesure ce risque. Quand le taux d'endettement d'un agent augmente brusquement, qu'il soit privé ou public et qu'il y a un risque de défaut, le taux d'intérêt doit augmenter pour signaler à l'agent que sa situation n'est pas tenable. Si la situation est sans issue, le défaut s'impose et la récession est lancée. En effet, si beaucoup d'agents sont soumis à une contrainte de revenu instantanée (ce qui rappellera à certains des morceaux de la théorie keynésienne), il y a de réelles possibilités d'enchaînements dépressifs qui, à la faveur d'un choc négatif ou d'une erreur d'évaluation des actifs, peuvent conduire à une contraction formidable de l'économie et déboucher sur une dépression proprement dite.

Figure 1 : De la grande récession à la très grande récession



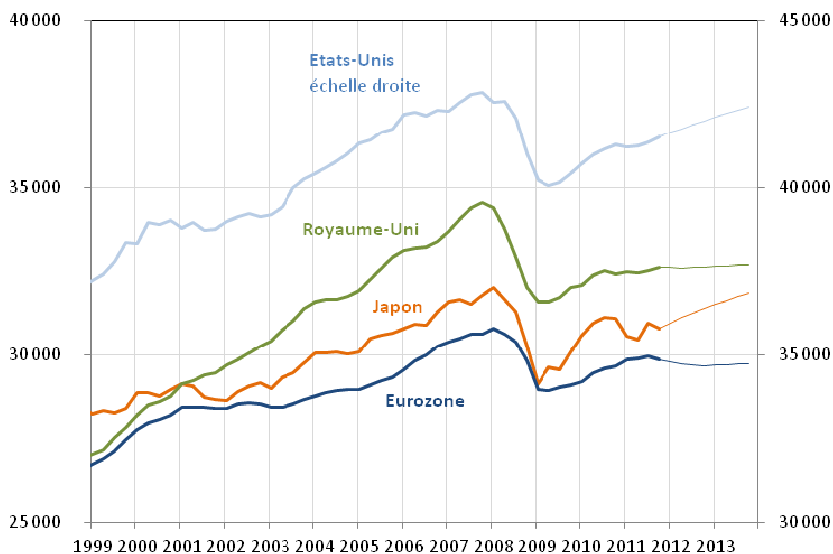
Pour empêcher cela, il faut un agent qui joue le rôle d'absorbeur et qui accepte de transférer le problème sur son bilan sans réduire sa consommation ou son investissement dans l'année. Cela permet d'empêcher la récession et de retrouver éventuellement une trajectoire de croissance ou d'activité non dépressive. Pour y parvenir, l'agent en question doit être en mesure de parquer ses dettes, c'est-à-dire d'échapper à une pression de marché qui lui impose de s'en débarrasser. C'est le cas où les titres publics sont sûrs, où il n'y a pas de risque de défaut, pas d'urgence à réduire la dette publique, ce qui ne veut pas dire pour autant qu'il ne faille pas la réduire, mais qu'il n'y a pas d'urgence à le faire. L'agent est dans ce cas l'État. Un schéma d'ajustement graduel est envisageable, ou la réduction des déséquilibres dans un certain ordre, selon une certaine hiérarchie. Par exemple, on peut commencer par résorber le chômage, puis les autres déséquilibres, ou bien par faire baisser les déséquilibres courants avant de résorber les déséquilibres des finances publiques. Cette hiérarchisation permet un ajustement graduel. Cette voie permet en outre de changer très largement la façon dont on voit les choses globalement et à

long terme. Dans cette configuration, les taux d'intérêt publics jouent un rôle primordial. Si les titres publics sont incertains, les taux d'intérêt sont susceptibles d'augmenter, ce qui se traduit par une pression très forte sur les États qui sont alors dans l'obligation de réduire le déficit public et la dette publique parce que la charge de cette dette augmente.

En phase de récession, une fuite vers la sécurité s'organise. Les titres doivent être sûrs pour servir des pensions de retraite à cinquante ans, par exemple. En situation de très grande incertitude, les titres qui assurent une garantie sont privilégiés ; si une garantie publique est proposée, un titre garanti capte toute l'épargne, ce qui provoque l'effondrement du taux d'intérêt. L'épargne globale *ex ante* est excessive, ce qui maintient les taux d'intérêt sur les titres sûrs à un très faible niveau et accentue la divergence entre les taux d'intérêt sûrs et les taux incertains, très élevés en raison de cette forte incertitude. Les taux d'intérêt sûrs sont bas car toute l'épargne excédentaire se reporte sur eux. Cela a pour avantage que la baisse des taux d'intérêt détermine l'horizon temporel auquel on peut réduire la dette, c'est-à-dire que la valeur nette actualisée de la dette que l'on contracte à un taux d'intérêt très bas est en fait extrêmement basse. Il ne faut pas la compter à sa valeur nominale et faciale, mais à son équivalent taux d'intérêt à long terme. Si l'on peut emprunter à 2% au lieu de 4%, cela veut dire implicitement que pour un euro de dette emprunté, la dette valorisée dans le bilan s'élève à 50 centimes seulement.

La figure suivante présente un état des lieux et donne une indication de l'ampleur de la crise.

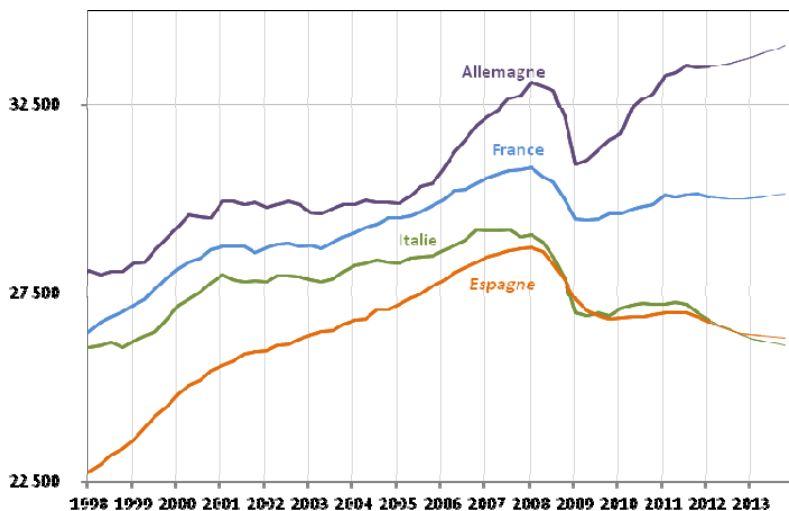
Figure 2 : L'état des lieux



*P.I.B. par tête en parité de pouvoir d'achat, en dollars 2005, Les États-Unis sont sur l'échelle de droite. Source : comptabilités nationales (via data Stream), Banque Mondiale pour les indices de parité, Prévisions OFCE mars 2012 et calculs de l'auteur.*

La figure 2 présente ainsi l'évolution du P.I.B. par tête pour les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon et la zone euro. La phase d'effondrement en 2008–2009 s'est assez rapidement interrompue, ce qui a incité les États-Unis à penser qu'ils pourraient s'en sortir assez vite. Il y eut ensuite un tassement, très net au Royaume-Uni et au Japon, qui a de surcroît subi le tsunami et ses conséquences mais aussi indirectement les inondations en Thaïlande. Le même genre de compression s'observe dans la zone euro, avec un schéma plus contrasté à l'intérieur de la zone.

Figure 3 : L'état des lieux, grands pays de la zone euro



P.I.B. par tête en parité de pouvoir d'achat, en dollars 2005. Source : comptabilités nationales (via data Stream), Banque Mondiale pour les indices de parité, Prévisions OFCE mars 2012 et calculs de l'auteur.

Le marasme perdure en Espagne et en Italie, l'Allemagne affiche une reprise nette. L'état des économies des pays développés est au total aujourd'hui très détérioré par rapport à celui du début 2008—fin 2007 ; loin d'avoir récupéré, la zone euro connaît un chômage élevé et un ralentissement de l'activité.

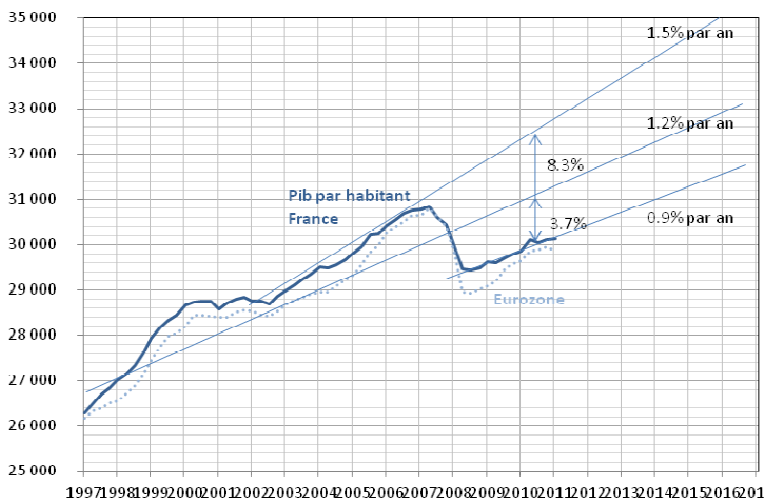
Selon une théorie optimiste, la trajectoire de croissance que l'on a connue jusqu'en 2008 pourrait être retrouvée. Dans cette dynamique, il est envisageable de combler l'écart de 8,3% pour la France, par exemple, dans les années qui viennent. Cela implique une économie très dynamique qui peut croître à 4% par an (somme de la croissance du potentiel de l'ordre de 0,5% de population plus 1,5% de croissance du P.I.B. par tête et de 2% de fermeture de l'écart de production), ce qui serait un schéma de retour à la *normale* (avec une *normale* située au niveau le plus élevé dans la figure 4). Selon une vision plus inquiète de la *normale*, la pente du potentiel serait moins forte (1,2% par an pour le P.I.B. par habitant) et le point de référence ne serait pas le dernier trimestre de l'année 2007, mais un point situé plus bas.



L'analyse *a posteriori* de la période 2000–2007 la présente en effet comme une phase de surcroissance qui aurait été stimulée par une bulle ou une série de bulles, qui auraient éclaté et donné lieu à un ajustement excessif. Dans ce cadre, l'écart de production de l'ordre de -4%, ce que confirme l'augmentation du chômage, mais permet d'espérer davantage d'activité et le retour à une situation de quasi plein emploi.

Un point de vue pessimiste présente la croissance passée comme illusoire. L'économie était fondée sur un système de prix erroné, sur des actifs surévalués (trop d'Airbus étaient vendus à des clients qui se pensaient trop riches). La situation est redevenue *normale*, avec une nouvelle valorisation des actifs. Dans cette perspective, la croissance annuelle sera désormais de 0,9%, il n'y aura pas de rattrapage, le taux de chômage restera élevé et il faudra en absorber l'excès en dévalorisant les salaires réels afin de stimuler l'emploi (retrouver un système de prix relatifs cohérent avec l'état de la technique et de la société). Il faut donc s'attendre à des années difficiles car le potentiel de croissance est faible et aucune autre solution n'est envisageable que de s'y adapter.

Figure 4 : Nouveau « normal »



*P.I.B. par tête en parité de pouvoir d'achat, en dollars 2005. Source : comptabilités nationales (via data Stream), Banque Mondiale pour les indices de parité, Prévisions OFCE mars 2012 et calculs de l'auteur.*

Au printemps 2012, l'OCDE prévoit une trajectoire intermédiaire, elle a abandonné l'idée de la trajectoire supérieure.

Figure 5 : dynamique de la dette

	Croissance potentielle en 2011 (OCDE)	Ecart de production	Solde primaire	Solde primaire structurel	Dette publique nette	$s^*$	Tax Gap 1 gap/pot OECD	Tax gap 2 gap OECD/pot WAP	Tax Gap 3 gap UNR/pot OECD	Tax Gap 4 gap UNR/pot WAP
USA	1.9	-3.8	-8.0	-6.1	74	0.1	6.1	6.1	6.0	6.0
GBR	1.1	-3.7	-6.6	-4.7	62	0.6	5.3	5.0	5.6	5.3
JPN	1.1	-4.6	-7.5	-5.2	128	1.1	6.3	7.3	8.8	9.8
DEU	1.5	-0.8	0.8	1.2	51	0.3	-0.9	-0.5	-1.0	-0.6
FRA	1.4	-3.4	-3.3	-1.6	63	0.4	2.0	2.0	1.6	1.6
ITA	0.2	-1.7	0.9	1.8	100	1.8	0.0	-1.3	-0.7	-1.9
ESP	1.3	-4.9	-4.6	-2.2	46	0.3	2.5	2.3	-3.3	-3.4
NLD	0.7	-0.1	-2.7	-2.7	38	0.5	3.2	3.0	3.6	3.4
BEL	1.1	-1.5	-0.3	0.5	80	0.7	0.3	-0.3	0.0	-0.6
AUT	1.9	-1.8	-1.3	-0.4	45	0.1	0.4	0.6	1.7	1.9
PRT	-0.2	-2.7	-1.7	-0.3	76	1.7	2.0	1.1	-0.4	-1.3
GRC	0.6	-15.0	-2.1	5.4	133	1.8	-3.6	-4.4	-1.9	-2.7
IRL	0.1	-7.8	12.8	16.7	65	1.2	-15.5	-16.4	-16.2	-17.0

*Note : Les données sont issues de l'OCDE (Economic Outlook n°90). Les calculs sont détaillés dans (Fitoussi et Timbeau, 2011).*

La dynamique de la dette publique découle d'un schéma connu. Il existe un solde structurel primaire  $s^*$  qui stabilise le ratio dette sur P.I.B. L'équation en est simple :  $s^* = -d(g - r)$ . Il peut être exprimé en fonction de l'écart de production, du rythme de croissance potentiel, du point de départ de l'économie, du niveau de dette et du niveau des taux d'intérêt. On peut calculer un solde qui stabiliserait la dette, comparer le solde primaire actuel au solde obtenu et calculer un « *tax gap* » (écart d'imposition) qui correspond à l'effort qu'il faudrait réaliser pour stabiliser la dette. On fait ainsi l'état des lieux du déséquilibre structurel des finances publiques. Le *tax gap* des États-Unis par exemple est de six points, ce qui signifie que ce pays doit faire un effort budgétaire de 6 points de P.I.B. pour retrouver la stabilité de sa dette publique, une fois que son écart de production sera fermé (ou le chômage revenu au niveau de plein emploi), soit en augmentant les impôts de 6 points de P.I.B., soit en

baissant les dépenses publiques d'autant. Six points de P.I.B. aux États-Unis correspondent à une fois et demi les dépenses militaires ou l'impôt sur le revenu : c'est un effort massif. Il est de cinq points au Royaume-Uni, de 9 points au Japon (entre 6 et 10 points selon les concepts retenus, ce sont les différents *tax gap* qui correspondent à des hypothèses sur l'écart de production et sur la croissance potentielle alternatives), l'Allemagne est à l'équilibre ; en France, l'écart est de l'ordre de 2 points, l'Italie est plus qu'à l'équilibre, elle a même une marge de manœuvre en termes de déficit structurel, ce qui est également le cas de la Grèce et du Portugal qui sont à l'équilibre, ainsi que de l'Irlande ; quant aux Pays-Bas, ils ont quelques efforts à faire.

Plus le potentiel de croissance est faible, plus le *tax gap* est important. Dans le cas de l'Italie, le déficit est bas, la balance structurelle primaire positive (d'un point de P.I.B.) et l'*output gap* est de  $-1,7$ , ce qui signifie que si elle récupérait  $1,7\%$  de croissance, son déficit public primaire serait de  $0,9$ , et donc, même avec une croissance inférieure au taux d'intérêt de  $2\%$  (qui est le taux de référence ici), l'Italie serait en mesure de soutenir sa dette publique et même de la stabiliser. C'est la situation dans laquelle elle a été au cours de la dernière décennie. Elle parvient à réduire légèrement sa dette publique malgré une croissance très faible car sa situation budgétaire proche de l'équilibre et même légèrement au-dessus lui permet de faire baisser cette dette. La dynamique de la dette italienne était à la baisse, la dette de l'Italie a augmenté d'une dizaine de points de P.I.B. pendant la crise, ce qui ne la place pas de ce point de vue dans une situation préoccupante.

Le tableau de la figure 5 s'appuie sur une hypothèse critique : le taux d'intérêt réel  $y$  est fixé, par simplification, à  $2\%$ , ce qui le alors place assez près du potentiel de croissance — par exemple, pour l'Italie, le potentiel de croissance est environ de  $1\%$  et correspond à peu près à la règle d'or.  $2\%$  pour les taux réels est donc une valeur souhaitable, approximativement observé en moyenne sur des périodes longues. Le tableau suivant (figure 6) permet de mieux comprendre l'impact d'une valeur différente sur les taux d'intérêt, en l'occurrence le taux de marché moyen au cours de l'année 2011, noté IRm dans le tableau (qui est pour certains pays en deçà des derniers cours observés, cf. *infra*).

Figure 6 : L'impact des taux d'intérêt

	dTax gap/dr	Tax gap pot&gap OECD, IRm	dTax gap (IRm-2%)	TaxGap 1ter OECD&OECD, d=0.5	dTax gap (IRm-2%)
USA	0.7	5.9	-0.2	7.1	0.9
GBR	0.6	5.3	0.0	5.6	0.4
JPN	1.3	4.0	-2.4	8.8	2.4
DEU	0.5	-0.6	0.3	-0.9	0.1
FRA	0.6	2.1	0.1	2.4	0.4
ITA	1.0	2.1	2.2	1.1	1.1
ESP	0.5	3.5	1.1	2.3	-0.1
NLD	0.4	3.1	0.0	2.8	-0.3
BEL	0.8	1.1	0.9	1.2	0.9
AUT	0.5	1.0	0.6	0.2	-0.2
PRT	0.8	8.2	6.1	2.5	0.5
GRC	1.3	17.0	20.6	-1.4	2.2
IRL	0.6	-11.3	4.2	-15.2	0.3

*Note: Les données sont issues de l'OCDE (Economic Outlook n°90). Les calculs sont détaillés dans (Fitoussi et Timbeau, 2011).*

Si l'on prend le taux d'intérêt de marché actuel (soit le taux d'intérêt public à 10 ans, moins l'inflation constatée aujourd'hui), et non plus le taux d'intérêt de référence de 2%, il passe pour l'Italie à 5,5%, et son *tax gap* de 0 à 2,1. Alors que l'Italie était plus qu'à l'équilibre avec un taux d'intérêt à 2%, le fait de lui imposer un taux d'intérêt à 5,5% la projette dans une situation où elle doit faire un effort structurel de plus deux points de son P.I.B. Au taux d'intérêt du marché, la Grèce doit pour sa part faire un effort structurel de 17 points de P.I.B., autrement dit la tâche est impossible. Le taux d'intérêt étant un déterminant essentiel de la solvabilité, une boucle positive se met place : si le taux d'intérêt augmente, la dette devient insoutenable, ce qui justifie l'augmentation du taux d'intérêt, et ainsi de suite. C'est ce qui est arrivé à l'Italie, la Grèce ou l'Espagne et peut arriver potentiellement à n'importe quel pays en raison de l'instabilité de cette boucle. Si, à la faveur de rumeurs, de mésentente européenne, du refus de la Commission européenne de prêter de l'argent aux pays qui appliquent mal le plan prescrit, la crise de l'endettement peut se précipiter. Le pays voit se déclencher une crise de sa dette, alors qu'un taux d'intérêt à 2% l'en préserverait. Le taux d'intérêt constitue donc un paramètre essentiel, plus important encore que le niveau de la dette publique.

Quel raisonnement faut-il alors mener ? Une crise de la dette dépend de trois facteurs principaux : l'activité, la politique de consolidation fiscale et le taux d'intérêt. On commence par considérer que ces trois facteurs sont indépendants, ils correspondent à ce que l'on observe ; puis on calcule un indicateur instantané d'une crise de la dette (ce qui est fait *supra*), mais qui n'est pas pertinent puisqu'il y a des interactions entre chacun de ces éléments.

Figure 7 : Les interactions d'une crise de la dette



Source : auteur

La consolidation fiscale a un effet sur l'activité : elle améliore la capacité de remboursement mais dégrade l'activité par un effet multiplicateur, ce qui à son tour joue sur la capacité de remboursement. Quand on détériore l'activité, on dégrade la consolidation fiscale, ce qui, en vertu des stabilisateurs automatiques, a un impact sur les déficits et donc sur la crise de la dette publique. Les taux d'intérêt eux-mêmes dépendent du niveau de la dette publique, de l'anticipation de l'activité future. Si l'*output gap* est très important, cela peut peser à la baisse sur les taux d'intérêt par le

mécanisme de fuite vers la sécurité ou de trappe à liquidité ; la consolidation fiscale peut avoir un effet positif ou négatif sur les taux d'intérêt (en faisant de la consolidation fiscale, on essaye de diminuer les taux d'intérêt afin d'obtenir un double effet d'amélioration sur la solvabilité de la dette publique qui va éventuellement dépasser celui de l'activité). En observant les effets d'interaction entre ces trois variables, avec l'avenir de la dette publique comme critère de jugement, on peut déjà constater un ensemble assez complexe, porteur d'un certain nombre de controverses sur la nature des relations entre les variables. Ces controverses sont à la source d'erreurs d'analyse et de décision. Elles sont au nombre de trois.

La première controverse porte sur les taux d'intérêt : par quels facteurs sont-ils influencés ? L'idée prévaut que plus la dette publique est élevée, plus les taux d'intérêt sont élevés ; l'effet d'éviction de la dette publique nous incite à réduire rapidement cette dette publique sous peine de voir les taux d'intérêt augmenter et la rendre doublement insoutenable dans la mesure où en plus du niveau élevé de la dette elle-même, la charge des taux d'intérêt s'accroît. L'économétrie portant sur des éléments structurels nous fournit un certain nombre de paramètres et met au jour certains liens qui expliquent des situations extrêmes comme celle de la Grèce, de l'Irlande ou de l'Italie. Des travaux publiés par l'OCDE en 2012 (Barrell *et al.*, 2012 ; Sutherland, Hoeller et Merola, 2012) présentent de nombreuses simulations dans lesquelles on retient diverses relations et où l'on remarque que les effets sur les taux d'intérêt font plus que compenser les effets sur les multiplicateurs. Quant au risque de défaut, les travaux de Reinhart et Rogoff (2008) supposent l'existence d'un seuil à 90% au-delà duquel on ne peut plus exercer aucun contrôle. Bien qu'un tel seuil soit dans l'absolu fictif et que leur résultat est peu probant, il s'est inscrit dans les esprits et correspond à un risque réaliste. La France, par exemple, sera autour des 90% tout au long de l'année 2012, on ne manquera sans doute pas d'utiliser ces résultats pour susciter la peur, mais le risque de dérapage des taux existe.

Ce raisonnement est l'objet d'un regrettable consensus aujourd'hui. Les épargnants et les investisseurs sont actuellement dans une situation de panique qui les incite à ne pas mettre leur argent sur des actifs risqués et à payer très cher pour détenir des actifs non risqués : il s'agit bien d'une situation de trappe à liquidité qui tire les taux d'intérêt publics vers le bas. Au lieu de la relation habituelle suggérée par l'analyse historique de certains épisodes particuliers, le lien entre activité et taux

d'intérêt est positif. Malgré un déficit public élevé (et en partie en lien avec ce déficit public), le report sur la dette publique de l'épargne privée qui fuit l'investissement productif, risqué, aboutit à une baisse des taux d'intérêt. Tels est le cas des États-Unis, du Japon ou du Royaume-Uni. La dégradation de la note des États-Unis l'été dernier a conduit à une baisse des taux d'intérêt aux États-Unis et non à une hausse, comme P. Krugman l'a amplement montré (cet effet est dominant, dès lors qu'une banque centrale assure du risque autoréalisateur de dérapage des taux d'intérêt). La trappe à liquidité a de nombreuses conséquences par ailleurs : l'inefficacité de la politique monétaire, l'anticipation de déflations avec un effet négatif sur l'activité, un effet direct positif sur la solvabilité des détenteurs de la dette mais un effet négatif sur tous les autres éléments qui la déterminent et qui l'emporte sur l'effet positif.

La figure 8 donne un ordre de grandeur de l'écart de taux qui s'est installé entre la zone euro et deux économies développées. Notons que si les taux en zone euro sont élevés, c'est parce qu'il n'existe pas l'institution essentielle, la banque centrale, qui par son rôle de prêteur en dernier ressort assure que les titres publics ne feront jamais défaut, ou du moins ne feront défaut qu'à la fin du monde et, en tout cas, seront les derniers titres (en monnaie nationale) à faire défaut. La zone euro dispose d'un arrangement tout à fait particulier puisqu'il n'y a pas de garantie ultime – dans l'interprétation courante et actuelle des traités – et que, s'installe un concours de beauté entre les différents émetteurs de dette publique en euro. Depuis l'été 2011, il est maintenant démontré par l'exemple qu'un pays de la zone euro peut faire défaut - partiellement ou totalement, cela ne change rien à l'affaire. En conséquence, les taux d'intérêt souverains représentent le sentiment des investisseurs sur le risque de défaut en zone euro. L'Espagne ou l'Italie sont ainsi soumis à des taux importants (cf. *infra*), ce qui aura des conséquences importantes. La France doit s'acquitter d'un taux qui serait « normal » si l'on était en situation « normale » mais qui se situe environ un point au-dessus de celui du Royaume Uni, pourtant en situation bien plus délicate. Enfin, l'Allemagne, gagnant le concours de beauté, bénéficie d'un taux d'intérêt souverain particulièrement bas (1,5%/an à 10 ans), puisque les titres souverains allemands deviennent le support le moins risqué de toute la zone euro.

Figure 8 : Controverse 1 : les taux d'intérêt et l'influence des institutions



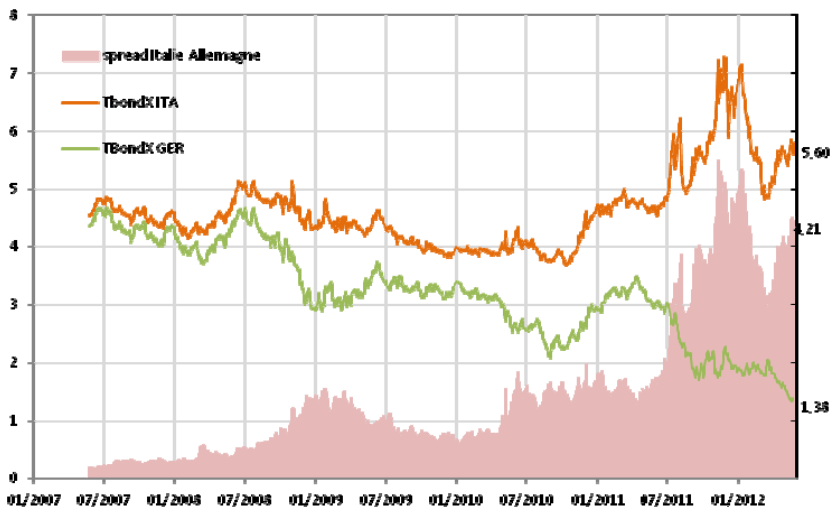
*Note : Taux publics à 10 ans, moyenne pondéré par la dette publique brute en 2010, en zone euro. Banques centrales pour les taux, Eurostat pour les dettes. La Grèce, l'Irlande et le Portugal se financent à 5% depuis [juin 2010, novembre 2010, mars 2011] et à 3,5% depuis mars 2011. Calculs de l'auteur.*

Sur la figure 8, la crise de la dette, jusqu'en décembre 2011 s'est traduite par un pic. On constate ensuite une détente en début d'année 2012, suivi d'un léger rebond provoqué par le renouveau de la crise grecque. Malgré la détente du début de l'année 2012, les taux d'intérêt moyens se situent à 3,35% en zone euro, contre 1,7% aux États-Unis et au Royaume-Uni. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les taux d'intérêt réels sont nuls ou négatifs, autrement dit, le fait d'attendre – de garder un déficit public, ou une dette publique – rapporte de l'argent. En revanche, pour la zone euro dans son ensemble, attendre coûte. Si, à l'instar des États-Unis, du Royaume-Uni ou du Japon, on sécurisait les titres publics en annonçant que tout risque de défaut public était impossible car la banque centrale est là pour garantir en dernier ressort la valeur des titres publics, rien n'empêcherait plus qu'en zone euro les taux d'intérêt nominaux publics soient inférieurs à 2%. Les *tax gaps* se réduiraient alors par eux-mêmes de presque deux points. En raison de l'impéritie des institutions européennes et de l'attitude de l'Allemagne, la zone euro se trouve dans



la situation inverse : plutôt que d'avoir des taux d'intérêt bas, les taux d'intérêt sont artificiellement augmentés.

Figure 9 : Le risque de sortie de la zone euro : le cas de L'Italie



Note : Spread souverain Italie Allemagne 10 ans (Treasury Bonds X ans). Sources : Banques centrales, calculs de l'auteur.

A la mi-2012, l'Italie emprunte à un taux de 5,6%. En 2011, en se fondant sur le différentiel de taux entre l'Italie et l'Allemagne, ce pays a transféré, en valeur nette actualisée, 54 milliards d'euros (de plus que si l'Italie avait eu le même taux que l'Allemagne) vers on ne sait quel destinataire – quelques banques d'investissement, quelques riches investisseurs sans doute. Si les taux d'intérêt restent à 5,5% en 2012, le surcoût s'élèvera à 63 milliards en 2012, en sorte qu'il en coûterait plus de 100 milliards à l'Italie sur deux ans, c'est-à-dire plus de huit points de son P.I.B. Si l'Italie avait capturé l'épargne de ces résidents et l'avait rémunéré à 2%, au lieu de l'emprunter à 5,5% sur les marchés, elle aurait fait une économie de plus de 100 milliards d'euros et n'aurait pas eu besoin de faire les plans de redressement fiscaux qu'elle a mis en œuvre. L'alternative de l'Italie est donc la

suivante : réaliser 50 milliards par an de restrictions fiscales ou trouver un moyen de ne pas payer 5,5% de taux d'intérêt sur sa dette.

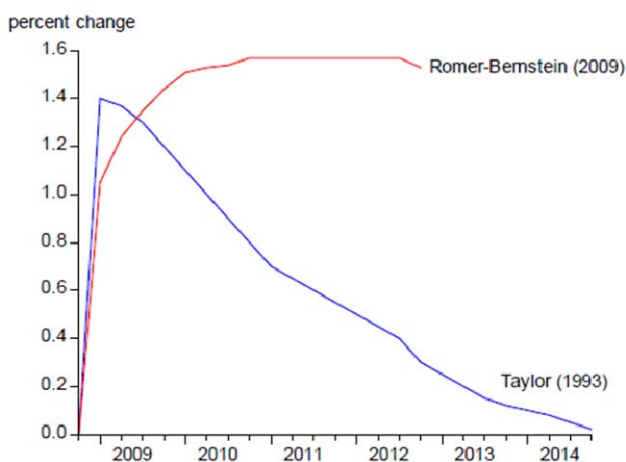
L'Italie risque ainsi de sortir de la zone euro car cela lui coûte trop cher. Elle gagnerait (au sens qui est décrit ici) à fermer ses frontières aux mouvements de capitaux, à utiliser l'épargne de ces résidents pour la mettre en contrepartie de sa dette et rémunérer ses épargnants à 2%. En mars 2012, les épargnants italiens sont rémunérés à moins de 1% pour les placements « sûrs » (i.e. les produits conventionnés). Le contribuable italien emprunte à 5,5%, l'épargnant est rémunéré à 1%. Quant au 4% du delta, à qui reviennent-ils? Sans doute en partie à Goldman-Sachs. L'absurdité de cette situation peut-elle perdurer ?

Une deuxième controverse porte sur le multiplicateur budgétaire (développée également dans Creel, Timbeau et Weil, 2012) avec des arguments proches. Il y a quelques années, certains auteurs ont élaboré la notion de consolidation fiscale expansive (Alesina et Perotti, 1996 ; Giavazzi et Pagano, 1990), concept reposant sur l'idée que, lors d'une restriction budgétaire, les agents sont satisfaits de voir que l'on met de l'ordre dans les finances publiques et la croissance repart. C'est la perspective de ne plus avoir à payer des impôts futurs qui débloque la capacité de consommation (intertemporelle) et autorise plus d'activité. Dans la version la plus simple (Barro, 1974), la dépense publique est neutre sur l'activité. Dans la version antikeynésienne, la baisse de la part de l'Etat dans l'économie accroît l'influence des incitations individuelles, moins perturbées par l'imposition ou la distribution gratuite de services ou de biens et conduit à un surcroît de productivité dans l'économie. Cela aurait marché au Canada, en Suède, au Danemark.

Aujourd'hui, cette illusion ne tient plus. Les multiplicateurs, au moins à court terme, sont positifs, et même très positifs. Un article de 2012, paru dans l'*American Economic Journal*, et regroupant treize auteurs, s'appuie sur sept modèles d'équilibre général à dynamique stochastique différents et autant de simulations (Coenen *et al.*, 2012) pour élaborer un consensus. Tous les modèles étudiés débouchent sur la conclusion que les multiplicateurs à court terme sont supérieurs à 1 pour tous les pays et toutes les zones. Cogan et ses coauteurs (2009) aboutissent arrivés à la même conclusion que le travail empirique historique mené au FMI (Devries *et al.*, 2011), (Guajardo, *et al.*, 2011).

Un multiplicateur supérieur à un implique qu'en cas de restriction fiscale, l'impact sur la croissance est si important que cela peut entraîner la hausse du déficit public. C'est effectivement le cas dès lors que le multiplicateur est supérieur à 1,5 environ. La controverse ne concerne donc pas (ou plus) la valeur du multiplicateur à court terme. Le graphique provenant de l'étude mentionnée ci-dessus (Cogan *et al.*, 2009) synthétise parfaitement le point de désaccord : le multiplicateur du modèle canonique de Taylor (un modèle DSGE, de dynamique stochastique d'équilibre général assez ancien mais proche du consensus actuel) est élevé à court terme, puis décroissant et nul à moyen terme ; au contraire, Romer et Bernstein (2009), retiennent un multiplicateur qui grimpe rapidement et reste élevé. Dans la figure 10, il s'agit d'un choc permanent de 1 point. Selon Taylor, l'effet positif au début disparaît ensuite ; cela ressemble à long terme à un effet ricardien, fondamentalement lié à l'hypothèse des anticipations rationnelles incluse dans les modèles. Pourquoi une telle hypothèse ? Dès lors que l'on socialise une partie de la dépense, à long terme les agents s'en rendent compte et arrêtent de consommer ce qui est consommé à leur place, ce qui peut même avoir des effets négatifs en raison des mauvaises incitations qui peuvent se trouver à l'arrière-plan.

Figure 10 : Multiplicateur à court et à long terme



Source : (Cogan *et al.*, 2009)

L'analyse de Romer et Bernstein avait pour but d'évaluer et surtout de justifier le plan de relance. Elle présente donc un multiplicateur constant sur un choc permanent, constant pendant un certain temps sans que l'on sache quand il commence à baisser, ce qui justifie les relances budgétaires car elles ont un effet positif avec un multiplicateur élevé (presque 1,6) et surtout un effet persistant dans le temps. La différence (et le dissensus) ne se situe pas au niveau de la valeur du multiplicateur à court terme (le consensus actuel étant que le multiplicateur peut être vraiment très élevé), mais au niveau du multiplicateur à long terme ou à moyen terme à l'horizon de 4 ou 5 années.

La théorie macroéconomique dominante admet la possibilité d'une persistance des chocs budgétaires. Lorsque le choc est temporaire, non anticipé par les agents, son impact peut être positif moyen terme. En revanche, dès que l'on a affaire à un événement anticipé, annoncé et inscrit dans la durée, les agents s'adaptent et le multiplicateur est nul rapidement. Néanmoins dans la théorie standard, l'équilibre macroéconomique est déterminé par des paramètres fondamentaux et l'effet de la politique budgétaire est *supposé* nul. Cette dernière remarque est importante car c'est là que résident la divergence et le point nodal de l'analyse.

De mon point de vue, il n'existe pas d'éléments empiriques convaincants ou théoriques solides pour justifier de postuler que le multiplicateur est nul à long terme. Le choix de cette option, de cette hypothèse, conduit à des conclusions radicalement différentes de celle que l'on aurait dans une approche plus agnostique quant à la valeur du multiplicateur. Lorsque le multiplicateur est nul à long terme, la restriction fiscale n'a plus d'impact sur la trajectoire d'activité au bout d'un certain temps. En revanche, la restriction budgétaire conduit à réduire durablement le déficit public. Au bout du compte, l'activité reste stable (ou égale à ce qu'elle aurait été sans la restriction) tandis que le déficit public est réduit. Dette publique et ratio dette/P.I.B. s'en trouveront du même coup réduit. Si au contraire, le multiplicateur est à 1,5 à court *comme à long terme*, la restriction fiscale réduit l'activité de façon permanente et la dette publique augmente. Pour rendre la dette publique soutenable, il ne faut pas engager de contraction fiscale mais au contraire une relance !

Peu importe donc la valeur consensuelle du multiplicateur à court terme. Ce qui compte est le multiplicateur à long terme. Comment peut-on justifier un

multiplicateur nul à long terme ? Dans les modèles DSGE canoniques et comportant le jeu d'hypothèses auquel certains ont voulu donner le statut de socle pour la macroéconomie (Blanchard, 2009), semble en constituer une démonstration. C'est le message de l'article cité plus haut (Coenen *et al.*, 2012). Ce type de modèle d'équilibre général fournit un cadre théorique assez strict, avec des comportements explicites d'optimisation dérivés d'hypothèses microéconomiques raisonnables. Selon le cas, il est calibré et estimé sur des données (on estime ce qu'on peut estimer, on calibre ce qu'on doit calibrer, sur la base d'analyses empiriques annexes qui ne peuvent pas être intégrées dans une démarche de maximum de vraisemblance mais qui témoignent d'une volonté de confrontation aux données) et comporte l'hypothèse centrale des anticipations rationnelles (HAR). Fondamentalement, il s'agit de la croyance qu'il existe une trajectoire déterminée *a priori* non ambiguë. Si ces modèles sont qualifiés de *stochastiques* et pourtant, leur cadre est fondamentalement déterministe, la trajectoire est déterminée à double titre en raison de la présence d'anticipations rationnelles : les agents anticipent correctement une trajectoire prédéterminée, ce qui redouble en quelque sorte le caractère « fixé » de la trajectoire et lui confère une grande stabilité comme une grande indépendance face aux chocs de politique économique. Ces modèles sont du type gravitationnelle, une force irrésistible ramène l'économie sur ses fondamentaux. La seule façon d'infléchir la trajectoire est de changer les paramètres structurels (technologie, préférences, etc. . . ) ce qui est (par une nouvelle hypothèse) inaccessible à la politique économique.

Les modèles macroéconométriques sont une approche plus ancienne de la même question à partir d'une vision équivalente de la dynamique déterminée du système économique. (Barrell *et al.*, 2012) utilisent un modèle de ce type pour analyser la question de la « bonne » politique économique. Ces modèles sont fondés sur de l'économétrie structurelle, comportent donc moins de fondements théoriques et sont construits sans aucun recours à la calibration. Aujourd'hui cependant, les modèles macroéconométriques incluent l'HAR, de manière partielle ou complète, comme les modèles DSGE. C'est ce que fait par exemple en Angleterre le *National Institute of Economic and Social Research* (NIESR) avec son modèle économétrique global (NIGEM). On retrouve ainsi une trajectoire déterminée et l'absence d'équilibres multiples, comme dans les modèles macroéconomiques. Ces deux approches ont une vocation empirique dans la mesure où elles tiennent compte de l'estimation, de la

vraisemblance, de paramètres calibrés par des sources éventuellement différentes. Il s'agit d'un cadre théorique très particulier avec une hypothèse très particulière dont l'idée centrale est que la trajectoire est déterminée, après quoi on définit la forme du multiplicateur.

La figure 10 présente ainsi le résultat de cette procédure d'estimation sur des données (la courbe issue du modèle de Taylor). On peut donc considérer qu'un multiplicateur de 1,4 découle bien d'une tentative d'estimation de la réponse (complète, à l'équilibre) de l'activité à une variation de la politique budgétaire. En revanche, la valeur zéro à long terme ne l'est pas, et correspond à l'hypothèse (nécessaire pour l'identification) que la trajectoire est déterministe. De la même façon, l'évaluation à moyen terme de Romer et Bernstein repose sur une hypothèse, alors que l'évaluation à court terme est issue d'une procédure de confrontation aux données. Il n'y a rien donc de surprenant à ce consensus à court terme (mêmes données, procédures également sincères) et ce dissensus à long terme (postulat).

L'analyse empirique récente du FMI converge vers le même résultat pour le court terme. Guajardo, Leigh et Pescatori (Guajardo, *et al.*, 2011) proposent une analyse historique, parfois appelée narrative, qui généralise les travaux de Christina Romer, dans laquelle il s'agit de repérer sur un flot de données les périodes de restriction budgétaire et d'observer si la croissance – l'activité a plutôt augmenté ou diminué de façon coïncidente avec ces épisodes de restriction. Un problème se pose cependant : rien n'assure qu'on ait fait jamais uniquement de la restriction budgétaire, on fait d'autres choses par ailleurs, et il est par conséquent quasiment impossible de distinguer correctement les multiples facteurs déterminants, mais on arrive toutefois au résultat suivant : de façon invariable, en période de restriction budgétaire, on réduit l'activité. Il y a donc une convergence avec les modèles DSGE, ce qui montre que cette méthodologie a une certaine pertinence, en tous cas sur le court terme. On ne peut malheureusement répondre à la question que pour le court terme. Pour le long terme, en l'absence d'analyse structurelle et faute de pouvoir la reconstituer, la méthode historique ne nous apporte guère d'informations car, plus on s'éloigne dans le temps, plus les facteurs se cumulent pour brouiller le message et moins on n'a d'informations. La seule chose dont on peut être sûr, c'est que la valeur du multiplicateur à court terme est positive, voire très positive.

Ce qu'en revanche on ne peut pas savoir, compte tenu de cette méthode, c'est ce qui se passe au bout de quelques années — ce qui donne lieu à controverse et il en sera ainsi tant que la macroéconomie ne sera pas une science expérimentale. Dans la plupart des modèles DSGE ou dans la plupart des modèles d'aujourd'hui, l'hypothèse est écartée *a priori*. Pourtant, de nombreux arguments contredisent ces modèles : on peut en effet avoir des effets multiplicateurs persistants car les agents sont contraints par la liquidité (ils consomment tout leur revenu), parce qu'il n'y a pas d'anticipations rationnelles, ou parce qu'il pourrait y avoir de l'hystérèse qui peut passer par le chômage, par la R&D, par la localisation du capital productif, par l'accumulation du capital. On peut avoir des équilibres multiples (un peu comme dans l'hystérèse mais avec un peu plus de complexité) : ils peuvent venir de l'articulation des anticipations et de la rationalité car, en cas de trajectoire non fixe, anticipations et rationalité débouchent sur des équilibres autoréalisateurs qui, par définition, sont multiples.

L'exemple du restaurant qui se remplit ou non quand on en estime la qualité au nombre de clients est ici utile : il s'agit d'un équilibre rationnel et totalement autoréalisateur, multiple et stable, les deux équilibres (restaurant vide / restaurant plein) étant stables. Cette illustration d'équilibre avec anticipations, avec rationalité ne conduit pas pour autant à une trajectoire fixe et déterminée. Comme le font Paul de Grauwe (De Grauwe, 2010, 2011) ou Giovanni Dosi (Dosi *et al.*, 2012) il est alors possible d'introduire des agents hétérogènes, ce qui aboutit à peu près au même résultat.

Une troisième controverse concerne le *new normal* et elle comporte un élément presque comique, révélant beaucoup de choses sur le conformisme en sciences économiques : les modèles DSGE, avec leur trajectoire fixe et leurs anticipations rationnelles, aboutissent à la conclusion qu'aucune politique économique ne pourra rien changer à la situation. Or, aujourd'hui certains, tout en professant l'idée que l'on vient d'énoncer et érigeant le postulat en règle universelle, pensent que les grandes crises, comme la crise financière que l'on vient de traverser, ont un effet persistant sur l'activité. En vertu de l'hypothèse des anticipations rationnelles, la politique économique n'a pas d'impact à long terme et l'on revient toujours sur une trajectoire de référence imposée par des fondements microéconomiques où la coordination est fondamentalement stable. En cas de crise en

revanche, cette trajectoire de référence n'existe plus, les fondements microéconomiques ne justifient plus rien et un saut se produisent dans la trajectoire. Il va sans dire que cette hypothèse est tout aussi discutable et que son utilisation habituelle est particulièrement spéculative. Selon l'analyse historique qu'affectionne le FMI (et qui donne pour le multiplicateur à court terme un résultat pertinent), en cas de crise financière, bancaire ou plus généralement de dette, il en coûte 10% d'activité pour toujours.

Lorsque les crises de dette surviennent, il n'y a plus de retour à la trajectoire de référence. Ainsi, certains agents anticipent une trajectoire de référence toujours stable, sauf quand se produisent des crises de dette qui sèment le désordre. *Vérité en deçà des Pyrénées, erreur au-delà*. Ce qui frappait Pascal pour quelques kilomètres de distance s'illustre ici d'une zone du cerveau à l'autre.

En résumé, selon la vision standard :

1. le multiplicateur est rapidement nul, que le choc soit permanent ou persistant (à long terme il est par postulat nul) ;
2. l'effet de la dette publique sur les taux d'intérêt est persistant et positif, ainsi plus on laisse courir une dette élevée, plus le risque de défaut est élevé ;
3. il faut une vérité des prix sur la dette publique (hasard moral) ;
4. l'effet de la crise sur l'activité est persistant.

Il faut donc, pour contrôler la dette publique, réduire le déficit public par une restriction budgétaire qui sera douloureuse à court terme, mais qui est la seule issue si on intègre le long terme et que l'on considère l'impact persistant de la crise. Les simulations indiquent toutefois que, même si on doit éviter de laisser les dettes s'accumuler, on dispose d'un délai de quelques années car les multiplicateurs sont positifs à court terme. D'autres aspects peuvent venir modifier l'analyse : la limite des taux d'intérêt à zéro ou le risque de déflation (pour ne pas parler du risque de dépression).

La vision standard est erronée car :

1. il n'existe certes pas de preuves des effets à long terme de la politique macroéconomique, mais il n'existe pas davantage de preuves de l'absence d'effets. Les réponses empiriques manquent. Les théories concluant aux effets à long terme sont plus convaincantes et plus riches



que celles qui supposent qu'il n'y en a pas. Elles reposent sur des mécaniques qui correspondent davantage à ce que l'on peut observer dans l'histoire, à ce que l'on peut déduire des divergences entre pays ; par ailleurs, de nombreux éléments suggèrent l'existence d'une forme de dépendance à la trajectoire dont la croissance à venir est radicalement incertaine ; on peut aussi imaginer, même sans en avoir tout à fait les preuves, que certains éléments de la politique économique, en particulier de la politique macroéconomique – monétaire – peuvent permettre de passer d'une trajectoire à l'autre ; il peut en somme y avoir des équilibres multiples ;

2. les taux d'intérêt réels anticipés ne dépendent pas de la dette publique en situation de crise. Cette idée est complètement fautive, ils dépendent bien de la dette publique, mais dans l'autre sens, c'est-à-dire qu'ils décroissent avec la dette publique, non pas parce que plus la dette publique serait élevée, plus cela ferait baisser les taux d'intérêt, mais parce que plus la situation de crise inspire de la crainte, et plus on fait augmenter la dette publique pour empêcher la panique, plus on se reporte sur l'actif sûr, pour autant qu'on le présente comme tel. Il est nécessaire alors d'entretenir une forme d'autoconviction : si on ne dit pas que l'actif public est sûr, de fait, les taux d'intérêt publics ne sont plus sûrs et se mettent à grimper. Mais si on dit qu'il est sûr – et la parole suffit, quoi qu'un engagement institutionnel aide – les taux d'intérêt s'établissent à un niveau bas. Il n'est pas nécessaire que la banque centrale intervienne, il suffit qu'elle dise qu'elle va intervenir, en revanche moins elle dira qu'elle a besoin d'intervenir, plus elle aura besoin d'intervenir. Il est un autre piège, très dangereux : celui de la déflation, car en cas de déflation, les taux d'intérêt réels augmentent en raison de la limite à zéro sur les taux nominaux, ce qui augmente la dette publique et alimente le processus de la déflation. L'enchaînement est le suivant : l'effort pour réduire la dette publique entraîne la réduction de l'activité, ce qui induit la déflation, qui à son tour engendre une hausse des taux d'intérêt réels longs et, par conséquent l'insolvabilité des détenteurs de la dette publique. Le piège de la

déflation est donc celui d'une boucle positive dont on ne peut sortir et suggère cette fois-ci un lien positif entre hausse des taux réels anticipés, baisse de l'activité et montée de la dette publique ;

3. il faudrait une vérité des prix sur la dette publique à cause du aléa moral : cela encore est faux car il n'est tout simplement pas possible d'utiliser un mécanisme de taux de marché pour allouer le capital entre les pays. On ne peut pas envoyer les Grecs vivre en Allemagne sous prétexte que celle-ci est mieux gérée que la Grèce ; on ne peut pas dire aux Grecs qu'ils paient un taux d'intérêt élevé parce que leur pays est mal géré. Lorsqu'on travaille dans une entreprise mal gérée, celle-ci paie des taux d'intérêt élevés et finit par faire faillite tandis que ses employés vont travailler dans une entreprise bien gérée. Le travail et la capitale sont ainsi par le mécanisme de marché alloués à l'entreprise bien gérée, ce qui est utile socialement. On ne peut malheureusement pas transposer ce type de mécanisme à l'allocation de capital pour la dépense publique ou pour les investissements publics des pays. Il faut donc renoncer à ce mécanisme de prix sur la dette publique, qui conduit à des catastrophes incalculables en termes politiques. Il faut, en conséquence, trouver d'autres moyens de lutter contre le hasard moral. Celui que l'on a utilisé jusqu'à présent s'appelle « démocratie », dans laquelle la gestion des dettes publiques est confiée à un parlement pour éviter les problèmes mentionnés ci-dessus. Il faut appliquer ce genre de méthode à l'échelle européenne : avoir un parlement responsable qui gère la dette publique à l'échelle européenne, même si cela doit entraîner une perte de souveraineté des pays membres ;
4. pourquoi la crise aurait-elle un impact permanent sur l'activité alors que la politique économique n'en aurait aucun? On peut aussi dire après tout que la crise n'aura pas d'impact persistant, que l'économie reviendra sur sa trajectoire de référence et que le taux de chômage retombera. L'injonction à la clé ici est la suivante : il faut arrêter de penser les modèles économiques en matière de trajectoire de référence, car il s'agit en fait d'une hypothèse indéfendable, certes extrêmement commode pour construire des modèles, mais inacceptable quand il s'agit

de décider de la politique économique à mener. Mieux vaut sans doute adopter une approche bayésienne de la notion de trajectoire, c'est-à-dire attendre que les choses se révèlent et prendre les décisions *a posteriori* plutôt que s'imposer des hypothèses absurdes et faire comme si ces hypothèses étaient les bonnes au risque de les auto-réaliser, au moins à moyen terme.

La macroéconomie est donc loin de nous fournir, au moins dans son appareillage de base, des pistes satisfaisantes pour construire les stratégies de sortie de la crise. C'est à la fois peu surprenant et dangereux.

## Références

- Alesina, A. et R. Perotti (1996), "Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects", NBER working paper, (5730).
- Barrell, R., D. Holland, et I. Hurst (2012), "Fiscal Consolidation: Part 2. Fiscal Multipliers and Fiscal Consolidations", *OECD Economics Department Working Paper*, (933).
- Barro, R.J. (1974), "Are Government Bonds Net Wealth? *The Journal of Political Economy*, 82(6), 1095–117, JSTOR.
- Blanchard, O. (2009), "The State of Macro", *Annual Review of Economics*, 1(1), 209–28. doi:10.1146/annurev.economics.050708.142952
- Coenen, G., C.J. Erceg, C. Freedman, D. Furceri, M. Kumhof, R. Lalonde, D. Laxton, J. Lindé, A. Mourougane, D. Muir, S. Mursula, C. de Resende, J. Roberts, W. Roeger, S. Snudden, M. Trabandt et J. in't Veld (2012), "Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(1), 22–68, International monetary fund (IMF).
- Cogan, J.F., T. Cwik, J.B. Taylor et V. Wieland (2009), "New Keynesian versus Old Keynesian Government Spending Multipliers", NBER Working Papers, (14782).
- Creel, J., X. Timbeau, et P. Weil (2012), "Lettre au Président de la République française", François Hollande, Blog de l'OFCE: <http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/?p=1937>
- De Grauwe, P. (2010), "Top-Down Versus Bottom-Up Macroeconomics", CESifo working paper, (3020).
- De Grauwe, P. (2011), "Where Do Booms and Busts Come From?", *Prisme 22*, Collection Centre Cournot : Paris.
- Devries, P., J. Guajardo, D. Leigh et A. Pescatori (2011), "A New Action-Based Dataset of Fiscal Consolidation", IMF Working Papers.
- Dosi, G., G. Fagiolo, M. Napoletano, et A. Roventini (2012), "Income Distribution, Credit and Fiscal Policies in an Agent-Based Keynesian Model", OFCE working papers, (2012-06).
- Fitoussi, J.-P. et X. Timbeau (2011), "Financial Sustainability of an Economy: Exploratory Remarks", *Document de travail de l'OFCE*.
- Giavazzi, F. et M. Pagano (1990), "Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries, NBER Working Papers, (3372).
- Guajardo, J., D. Leigh et A. Pescatori (2011), "Expansionary Austerity: New International Evidence", IMF Working Papers.
- Reinhart, C. et K. Rogoff (2008), "This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises, NBER working paper.

Romer, C. et J. Bernstein (2009), "The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan", *Council of Economic Advisers Report*, 0-13.

Sutherland, D., P. Hoeller et R. Merola (2012), "Fiscal Consolidation: Part 1. How Much Is Needed and How to Reduce Debt to a Prudent Level?", OECD Economics Department Working Paper, (932).