



REVUE D'ANALYSE COMPARÉE EN ADMINISTRATION PUBLIQUE

www.telescope.enap.ca

Vol. 20, n° 1, 2014

SORTIE DE CRISE

« Avant tout, la politique budgétaire doit soutenir la reprise »

Par *Pierre Fortin*

Pour citer cet article :

Fortin, P. (2014). « Avant tout, la politique budgétaire doit soutenir la reprise », *Télescope*, vol. 20, n° 1, p. 105-127, www.telescope.enap.ca/Telescope/docs/Index/Vol_20_no_1/Telv20_no1_Fortin.pdf

DÉPÔT LÉGAL
BIBLIOTHÈQUE ET ARCHIVES NATIONALES DU QUÉBEC, 2014
BIBLIOTHÈQUE ET ARCHIVES CANADA, 2014

ISSN 1929-3348 (en ligne)

Le choix des thèmes et des textes de *Télescope* fait l'objet d'une réflexion collégiale de la part des membres de L'Observatoire. Avant publication, tout article est soumis à un comité composé d'universitaires qui évalue son acceptabilité. En cas de controverse sur un article ou sur une partie d'un article, l'auteur est avisé. La révision linguistique est obligatoire. Elle est assurée par les services spécialisés de l'ENAP. La reproduction totale ou partielle de *Télescope* est autorisée avec mention obligatoire de la source. Les professeurs d'établissements d'enseignement ne sont pas tenus de demander une autorisation pour distribuer des photocopies.

Les numéros réguliers de la revue *Télescope* sont indexés dans EBSCO, Repère et Érudit (www.erudit.org/revue/telescope)

Télescope bénéficie du soutien financier de l'ENAP et du gouvernement du Québec.

INFORMATION ET ABONNEMENTS

eve.cloutier@enap.ca | 418 641-3000, poste 6574 | www.telescope.enap.ca

AVANT TOUT, LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE DOIT SOUTENIR LA REPRISE

Par **Pierre Fortin**, Professeur émérite, Université du Québec à Montréal
fortin.pierre@uqam.ca

RÉSUMÉ Le présent article poursuit deux objectifs. Le premier est de comprendre pourquoi, de 2011 à 2013, les pays avancés se sont enfoncés dans la stagnation économique plutôt que de poursuivre la reprise amorcée en 2010. L'une des principales causes de ce dérapage est le virage de leurs politiques budgétaires vers l'austérité à partir de 2011. Le second objectif est d'expliquer ce changement d'orientation et de présenter une voie de sortie. L'option de l'austérité est ici vue comme une grave erreur stratégique. L'exemple américain est utilisé pour démontrer qu'un soutien temporairement accru de la politique budgétaire à la reprise serait tout à fait réalisable en pratique et bénéficierait d'un rapport avantage-coût hautement favorable.

ABSTRACT This paper has two objectives. The first is to understand why advanced countries have remained stuck in a prolonged economic slump from 2011 to 2013 instead of pursuing the recovery begun in 2010. A main source of this fall into stagnation has been the about-turn of fiscal policies toward austerity beginning in 2011. The second objective is to explain this sudden change in policy and to offer a solution. The widespread adoption of austerity policies is viewed as a major strategic error. The U.S. experience is used to show that increased temporary support of the recovery by fiscal policy would be entirely feasible in practice and would easily pass every reasonable test of costs and benefits.

Il y a deux enseignements à tirer de la crise : que les effets des budgets gouvernementaux sur l'économie et l'emploi sont très importants à court terme et que l'accumulation de déficits budgétaires non soutenables à long terme conduit à la ruine. Cela veut dire que les politiques adoptées par les États-Unis et l'Europe jusqu'ici sont foncièrement mal orientées et que des stratégies alternatives sont à la fois possibles et réalisables.

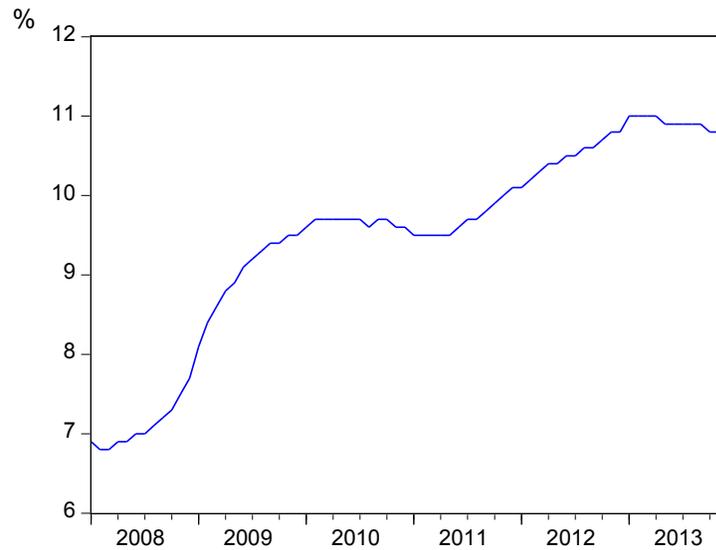
Christina Romer (2012, traduction libre)
Présidente du Comité des conseillers économiques du président
Obama en 2009-2010

Il est impératif que le rééquilibrage des finances publiques se poursuive, mais aussi que les politiques macroéconomiques soutiennent la croissance.

Christine Lagarde (2013)
Directrice générale du Fonds monétaire international

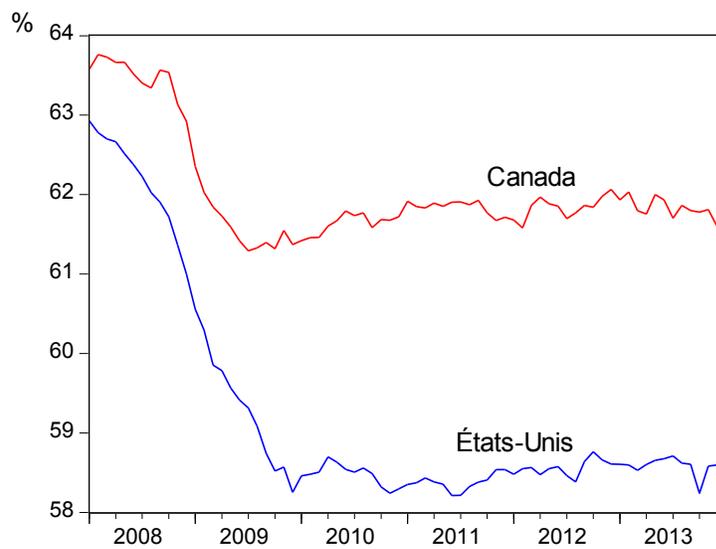
Au début de 2014, l'économie mondiale n'était pas encore sortie de la récession planétaire qui l'a frappée en 2008-2009 à la suite d'une importante crise du système financier américain. On a heureusement mis fin rapidement à la récession en l'empêchant de se transformer en dépression d'une ampleur comparable à celle de 1929-1933. Mais la reprise amorcée en 2010 n'a pas eu de suite. Il y a eu une croissance mondiale de 2011 à 2013, mais à un rythme tellement lent que l'écart entre la production effectivement réalisée et son potentiel de production réalisable a continué à se creuser. Uniquement pour les pays avancés, cet écart au potentiel équivaut à un manque à produire et à gagner de l'ordre de 4 700 milliards de dollars américains (G\$ US) en 2013. Les statistiques de l'emploi ne se sont guère améliorées ou se sont même encore détériorées dans bien des pays, de sorte qu'au début de 2014 l'économie mondiale était plus éloignée de la pleine utilisation de son potentiel qu'elle ne l'était en 2009. Dans l'Union européenne, comme le montre le graphique 1, le taux de chômage est passé de 7 % en 2007 à 11 % en 2013. Aux États-Unis (graphique 2), le taux d'emploi de la population en âge de travailler a plongé de 63 % en 2007 à 58 % en 2009, et n'a pas remonté d'un seul point de pourcentage depuis. Au Canada, le taux d'emploi a moins diminué qu'aux États-Unis au départ, mais a lui aussi stagné par la suite. La hausse de la proportion des chômeurs de longue durée dans plusieurs pays avancés est particulièrement inquiétante, car la probabilité de trouver un nouveau travail décroît rapidement avec la durée du chômage. Il y a alors un risque d'hystérésis de chômage, c'est-à-dire le risque qu'un chômage initialement conjoncturel se transforme en chômage structurel beaucoup plus difficile à déraciner.

GRAPHIQUE 1 : TAUX DE CHÔMAGE DE LA POPULATION EN ÂGE DE TRAVAILLER
DANS L'UNION EUROPÉENNE, DE JANVIER 2008 À DÉCEMBRE 2013



Source : Eurostat

GRAPHIQUE 2 : TAUX D'EMPLOI DE LA POPULATION EN ÂGE DE TRAVAILLER
AUX ÉTATS-UNIS ET AU CANADA, DE JANVIER 2008 À JANVIER 2014



Sources : U.S. Bureau of Labor Statistics; Statistique Canada

Dans le présent article, je poursuis deux objectifs. Le premier est de comprendre pourquoi, de 2011 à 2013, les pays avancés se sont enfoncés dans la stagnation économique plutôt que de poursuivre le rattrapage du potentiel amorcé en 2010. Ayant observé que l'une des principales causes est qu'après 2010 les politiques budgétaires de ces pays ont cessé de soutenir la croissance et ont soudainement et massivement opté pour l'austérité, je poursuis un second objectif qui est d'expliquer cette volte-face à partir de 2011. Je conclus que le virage généralisé vers l'austérité a été une grave erreur stratégique.

La première section décrit l'entrée en récession en 2008-2009, l'amorce d'une reprise en 2010 et l'enlisement dans la stagnation en 2011-2013. La deuxième section étudie les trois causes de cette stagnation récente : la difficulté de sortir d'une crise financière découlant d'un endettement excessif, les fuites massives de capitaux qui ont frappé les pays du GIPSI¹ et qui ont été mal gérées par la Banque centrale européenne, et le virage majeur et soudain des politiques budgétaires des pays avancés vers l'austérité. La troisième section cerne les causes de ce virage : la difficulté de comprendre et d'appliquer le principe de régulation conjoncturelle, le haut-le-corps des décideurs devant la taille exceptionnelle des déficits budgétaires, et l'influence intellectuelle de théories (plus tard sérieusement mises en doute) de l'« austérité expansionniste » et du « précipice à un ratio dette-PIB de 90 % ». La quatrième section déduit de ces considérations que l'appui de la politique budgétaire à la reprise est non seulement un impératif économique, moral et stratégique, mais qu'en plus il serait réalisable en pratique et qu'il bénéficierait d'un rapport avantage-coût très favorable. La cinquième et dernière section conclut en résumant l'essentiel de mon propos.

L'analyse présentée se concentre sur les aspects macroéconomiques de la récession dans les pays avancés. Elle ne mentionne que passagèrement la crise financière qui a conduit à la récession, les réformes entreprises ou souhaitables des systèmes financiers nationaux et internationaux, et les problèmes particuliers des pays émergents ou en développement.

■ L'ENTRÉE EN RÉCESSION EN 2008-2009, L'AMORCE D'UNE REPRISE EN 2010 ET L'ENLISEMENT DANS LA STAGNATION EN 2011-2013

En 2008 et surtout en 2009, l'économie mondiale a subi une récession planétaire soudaine, profonde et synchronisée, la plus importante des 80 dernières années. Tout comme ce fut le cas de la Grande Dépression des années 1930, elle a résulté d'un dérapage du système financier américain. La première colonne du tableau 1 décrit l'ampleur de la récession en 2009. Les chiffres indiqués rapportent l'écart, en 2009, entre le PIB réel² effectivement observé dans certains pays et régions choisis et leur PIB réel *potentiel* respectif, c'est-à-dire le PIB réel qui aurait été théoriquement réalisable en l'absence de récession. Ce dernier concept est défini ici comme le niveau qu'aurait atteint le PIB réel si la croissance s'était poursuivie en 2009 au rythme moyen observé de 2000 à 2007 (dates des deux sommets conjoncturels précédents) plutôt que de s'effondrer³.

¹ GIPSI désigne un groupe de pays formé de la Grèce, de l'Italie, du Portugal, de l'Espagne (Spain) et de l'Irlande, tous membres de la zone euro.

² Le PIB réel est un indice qui décrit l'évolution du volume physique de la production intérieure, c'est-à-dire l'évolution du PIB purgée de l'effet de l'inflation.

³ Il existe plusieurs autres définitions du PIB réel potentiel. Celle que j'utilise ici a l'avantage d'être à la fois simple et indépendante des événements qui se sont produits après le début de la récession en 2008. Ce n'est pas le cas pour plusieurs estimations du potentiel publiées par des organismes officiels. Aux États-Unis, les estimations les plus répandues, soit celles du Congressional Budget Office (CBO), du Federal Open Market Committee et du Survey

TABLEAU 1 : ÉCART AU POTENTIEL (ÉCART EN POURCENTAGE ENTRE LE PIB RÉEL EFFECTIVEMENT OBSERVÉ ET LE PIB RÉEL POTENTIELLEMENT RÉALISABLE) DANS DIVERS PAYS ET RÉGIONS EN 2009, 2010 ET 2013

| Pays ou région | Écart au potentiel | | |
|---|--------------------|---------|---------|
| | 2009 | 2010 | 2013 |
| États-Unis | -7,6 % | -7,6 % | -8,3 % |
| Union européenne : 28 pays | -8,4 % | -8,9 % | -14,1 % |
| Japon | -9,1 % | -6,2 % | -7,8 % |
| Canada | -6,4 % | -5,7 % | -6,5 % |
| Québec | -2,4 % | -1,9 % | -2,9 % |
| Tous les pays avancés : 35 pays | -7,9 % | -7,3 % | -10,0 % |
| Brésil | -2,0 % | +1,9 % | -2,2 % |
| Russie | -14,8 % | -16,6 % | -25,0 % |
| Inde | -2,7 % | -0,1 % | -8,2 % |
| Chine | -2,4 % | -2,8 % | -9,3 % |
| Afrique du Sud | -7,8 % | -7,8 % | -9,0 % |
| Tous les pays émergents ou en développement : 153 pays | -4,1 % | -3,4 % | -7,2 % |
| Tous les pays du monde : 188 pays | -5,7 % | -4,8 % | -7,1 % |

Note : Soit y_t , le PIB réel observé, et y_p , le PIB réel potentiel. L'écart au potentiel est alors défini comme le rapport $(y_t - y_p)/y_p$. Un signe négatif (positif) indique une réalisation du PIB réel inférieure (supérieure) au potentiel. Pour 2013, les prévisions de croissance qui sont utilisées pour les pays sont celles du FMI; dans le cas du Québec, il s'agit de la prévision moyenne du secteur privé.

Sources : Calculs basés sur les données du FMI (*World Economic Outlook*) et de Statistique Canada.

of Professional Forecasters, ont toutes été abaissées depuis 2007 en raison de la détérioration des conditions économiques qui a résulté de la récession elle-même (et qui va s'inverser dans une reprise future). Leurs estimations font du PIB réel potentiel une variable cyclique dont l'écart avec le PIB réel effectivement réalisé se trouve à minimiser automatiquement l'importance de la sous-utilisation des ressources quand l'économie va mal. Par exemple, l'estimation actuelle du CBO pour le PIB réel potentiel américain de 2013 est inférieure de 7 % au niveau que l'organisme estimait en 2007 pour l'année 2013 (Jacobson et Occhino, 2013). Paul Krugman (1998) a fait remarquer qu'appliquées aux années 1930, ces méthodes, qui permettent à la mauvaise conjoncture d'influer sur l'estimation du potentiel à la baisse, auraient donné l'impression que l'écart au potentiel était comblé et que l'Amérique du Nord était de retour au plein emploi dès 1935, alors que le taux de chômage était encore de 20 %. En fait, en 1942, l'économie américaine était revenue au niveau où elle aurait précisément abouti si la croissance des années 1920 s'était poursuivie de 1929 à 1942. Le problème est évidemment que la reprise fut très longue à se matérialiser, comme c'est généralement le cas à la suite d'une crise financière grave (Reinhart et Rogoff, 2010a).

Il apparaît tout d'abord que la production mondiale a plongé à 5,7 % sous son potentiel en 2009. Toutes les régions du globe ont été frappées, mais l'écart qui s'est creusé par rapport au potentiel a été plus important dans le groupe des pays avancés (-7,9 %) que dans l'ensemble des pays émergents ou en développement (-4,1 %). Naturellement, il y a eu des différences importantes dans l'amplitude de la récession entre les pays au sein de chacun de ces deux groupes. La chute sous le potentiel a été modérée au Brésil, en Inde et en Chine, mais considérable en Russie et dans plusieurs pays de l'ancien bloc soviétique. Parmi les pays avancés, le Canada a été moins durement touché que les États-Unis et l'Union européenne. Des différences régionales importantes ont parfois été observées au sein même des pays. Par exemple, la récession au Québec compte parmi les moins profondes ayant été enregistrées, la production ayant seulement chuté de 2,4 % sous le potentiel en 2009.

Aussitôt après la faillite de Lehman Brothers, qui fut l'événement déclencheur de la crise financière en septembre 2008, l'intervention visant à redresser le secteur financier et à dépêtrer l'économie mondiale de la récession a été rapide, ferme et internationalement coordonnée. Les pays du G7 se sont immédiatement entendus pour soutenir les institutions qui étaient vitales pour la stabilité du système financier, dégeler le crédit, s'assurer que l'accès au capital, à la liquidité et au financement était adéquat, renforcer les régimes d'assurance dépôt, promouvoir une évaluation juste et transparente des actifs financiers et abaisser les taux d'intérêt au niveau le plus bas possible. Hormis la Banque centrale européenne, les autres banques centrales ont maintenu leurs taux d'intérêt directeurs au plancher à partir du début de 2009. Les gouvernements ont déposé des budgets expansionnistes dans la plupart des pays où la situation financière le permettait. Le Fonds monétaire international (FMI) estime que ces mesures ont fait diminuer le solde budgétaire structurel⁴ de 8 points de pourcentage du PIB réel potentiel en Russie, de 5 à 6 points aux États-Unis, au Canada, en Australie et au Japon, et de 2,5 à 3 points au Royaume-Uni et dans la zone euro (FMI 2013a, tableaux statistiques 2 et 6).

Les chiffres rapportés dans la deuxième colonne du tableau 1 montrent que les mesures monétaires et budgétaires ont eu pour effet de mettre fin immédiatement à la récession. En 2010, la production a augmenté un peu partout plus vite que son potentiel, de sorte que l'économie mondiale a pu amorcer une reprise, c'est-à-dire commencer à combler l'écart que la récession venait de creuser entre la production réalisée et le potentiel réalisable. Comme l'illustre ce tableau, l'écart au potentiel mondial est ainsi passé de 5,7 % en 2009 à 4,8 % en 2010. Les pays avancés en ont bénéficié comme les pays émergents. On était encore loin d'une reprise complète, mais, au moins, on évitait un *remake* de la Grande Dépression et on allait dans la bonne direction.

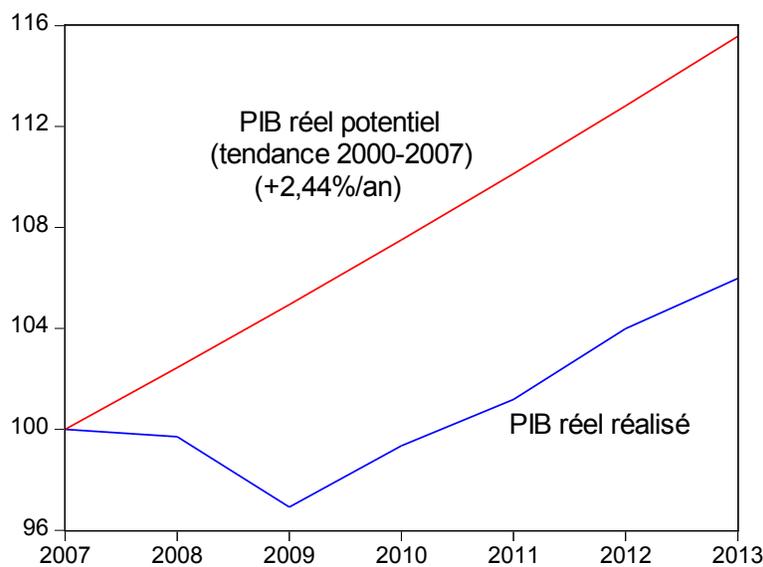
Malheureusement, l'hirondelle de 2010 n'a pas fait le printemps. Dans les trois années qui ont suivi, la croissance mondiale a tellement ralenti que l'écart entre la production réalisée et le potentiel a recommencé à s'élargir plutôt que de continuer à se refermer comme en 2010. Les chiffres de la troisième colonne du tableau 1 en témoignent. Ils indiquent que l'écart au potentiel a atteint -7,1 % en 2013, en hausse par rapport aux -5,7 % enregistrés au creux de la récession de 2009. L'économie mondiale s'est enlisée dans un bourbier qui l'a

⁴ Le solde budgétaire structurel est le solde budgétaire purgé de l'influence automatique de la conjoncture économique sur les revenus fiscaux et les transferts sociaux, et excluant le service de la dette. Le résultat ainsi obtenu reflète principalement l'action budgétaire gouvernementale. Les mesures expansionnistes, impliquant une accélération de la dépense ou un allègement de la fiscalité, font diminuer le solde structurel. À l'inverse, les mesures d'austérité, nécessitant un ralentissement de la dépense ou un alourdissement fiscal, le font augmenter. Le solde structurel est rapporté en pourcentage du PIB potentiel.

encore plus éloignée de la pleine utilisation de son potentiel. La stagnation des années 2011 à 2013 a été généralisée. Les grands ensembles les plus durement touchés ont été la Russie, l'Union européenne, les États-Unis et, plus récemment, la Chine. Seul le Japon, parmi les grandes régions, se retrouve avec un écart au potentiel moins important en 2013 qu'en 2009 (mais plus qu'en 2010).

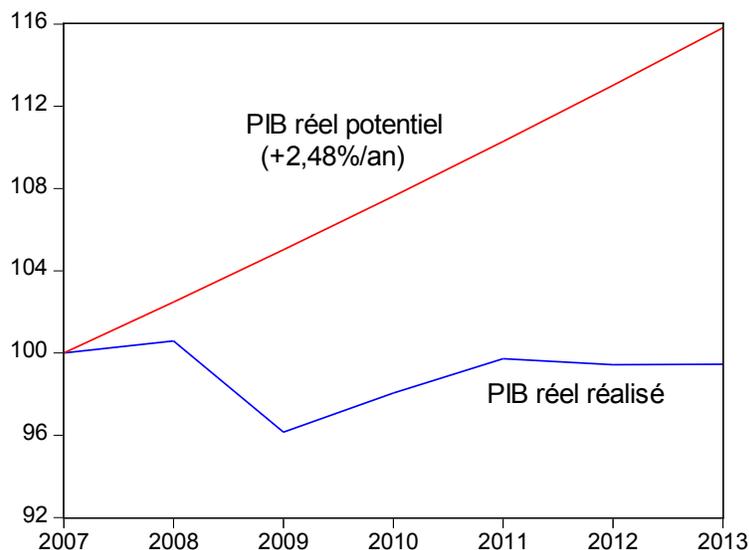
Les graphiques 3 et 4 permettent de récapituler l'évolution des deux grandes économies de l'Occident, soit celles des États-Unis et de l'Union européenne, de 2007 à 2013. Chaque graphique compare l'évolution du PIB réel observé avec celle du PIB réel potentiel, la distance verticale entre les trajectoires correspondant à l'écart au potentiel rapporté dans le tableau 1. On constate que, de 2007 à 2010, le PIB réalisé a connu une évolution semblable dans les deux régions : tout d'abord une chute de 8 % sous le potentiel en 2009 du fait de la récession, puis une stabilisation de l'écart autour de ce pourcentage en 2010 en raison d'une croissance du PIB réalisé à peu près égale à celle du PIB potentiel (mais toujours à un niveau inférieur). Les choses se sont ensuite gâtées. La croissance réalisée a été inférieure à la croissance potentielle dans les deux régions, de sorte que l'écart au potentiel s'est à nouveau creusé. Les États-Unis sont tout de même parvenus à contenir l'écart au potentiel à 8,3 % en 2013, mais la catastrophe a frappé l'Union européenne. Cette dernière est retombée en récession, de sorte qu'en 2013 son PIB réalisé ne dépassait pas le niveau atteint en 2007 et stagnait à 14,1 % sous le PIB potentiel.

GRAPHIQUE 3 : ÉVOLUTION DU PIB RÉEL POTENTIEL ET DU PIB RÉEL RÉALISÉ AUX ÉTATS-UNIS, DE 2007 À 2013 (INDICE 2007=100)



Sources : Calculs basés sur les données du U.S. Department of Commerce; le PIB réalisé en 2013 est la projection du FMI (WEO)

GRAPHIQUE 4 : ÉVOLUTION DU PIB RÉEL POTENTIEL ET DU PIB RÉEL RÉALISÉ DANS L'UNION EUROPÉENNE, DE 2007 À 2013 (INDICE 2007=100)

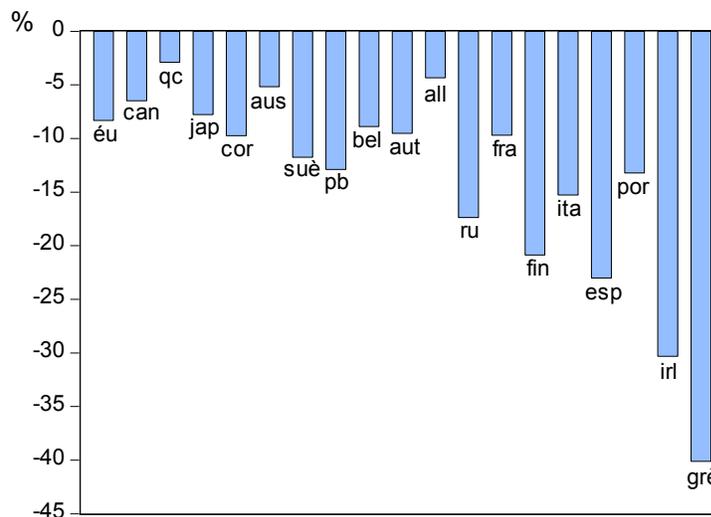


Source : Calculs basés sur les données du FMI (WEO)

Le graphique 5 va dans le détail en comparant la situation de 18 pays avancés en 2013. On observe des différences internationales importantes. À un extrême, l'écart entre la réalisation et le potentiel est de 5 % ou moins en Australie, en Allemagne et dans une région comme le Québec. À l'autre extrême, le potentiel estimé est sous-utilisé de 30 % en Irlande et de 40 % en Grèce⁵. Avec des écarts au potentiel de 13 % à 23 %, le Royaume-Uni, la Finlande, l'Italie, l'Espagne et le Portugal ont eux aussi connu des difficultés majeures.

⁵ Comme cela est expliqué précédemment, ces estimations sont basées sur l'hypothèse qu'en 2007-2013 le PIB potentiel de l'Irlande et celui de la Grèce ont augmenté au même rythme que leur PIB réalisé avait crû en 2000-2007, soit de 4 % à 5 % par année. Même si on atténuait cette hypothèse en supposant que, dans chaque cas, le PIB potentiel n'a augmenté que de 3 % par année de 2007 à 2013, le degré de sous-utilisation du potentiel estimé resterait très élevé : 20 % en Irlande (soit le même qu'en Espagne) et 36 % en Grèce.

GRAPHIQUE 5 : ÉCART ENTRE LE PIB RÉEL RÉALISÉ ET LE PIB RÉEL POTENTIEL DANS 18 PAYS AVANCÉS EN 2013 (EN POURCENTAGE DU PIB RÉEL POTENTIEL)



Sources : Calculs basés sur les données de Statistique Canada et sur les projections du FMI (WEO)

■ LES TROIS CAUSES DE LA STAGNATION DE 2011 À 2013

Pourquoi, de 2011 à 2013, les pays se sont-ils enfoncés dans la stagnation économique plutôt que de poursuivre le rattrapage du potentiel amorcé en 2010? Trois éléments de réponse peuvent être avancés.

Sortir d'une crise financière découlant d'un endettement excessif prend toujours beaucoup de temps

Le premier est qu'historiquement, à la suite d'une crise déclenchée par l'éclatement d'une bulle financière basée sur un endettement excessif, les ménages et les entreprises ont toujours mis beaucoup de temps à absorber leurs pertes et à redresser leurs bilans. La récession de 2008-2009 n'a pas fait exception. Aux États-Unis, entre la fin de 2007 et la fin de 2008, la richesse nette (actif moins passif) des ménages a baissé de 12 700 G\$, c'est-à-dire de 115 000 \$ en moyenne par famille (FRB 2013, section B.100). Ils sont tombés en état de choc et n'ont plus pensé qu'à restreindre leurs dépenses de consommation afin d'assainir leurs bilans. Les entreprises, de leur côté, ont freiné l'investissement parce qu'il était inutile d'accroître leur capacité de production alors que leurs ventes baissaient. Cette évolution n'a fait que confirmer l'observation répétée des historiens des crises financières qu'à la suite d'une récession systémique d'origine financière les ménages et les entreprises prennent plusieurs années à remettre de l'ordre dans leurs bilans (Kindleberger, 2005; Reinhart et Rogoff, 2010a; Jordà et autres, 2013). Dans les pays avancés, la récession de plus célèbre mémoire, celle de 1929-1933, n'a pu être effacée qu'après dix années d'une reprise passablement chaotique.

Victimes de fuites massives de capitaux et de l'hésitation de la Banque centrale européenne à les soutenir, les pays du GIPSI ont été pris au piège dans la zone euro

Le deuxième est spécifique aux cinq pays membres de l'Union économique et monétaire européenne dont le très grand écart au potentiel en 2013 apparaît à l'extrême droite du graphique 5⁶. Il s'agit des pays du GIPSI : la Grèce, l'Italie, le Portugal, l'Espagne et l'Irlande. Avant la formation de la zone euro en 1999, les investisseurs continentaux étaient réticents à engager leurs fonds dans ces pays en raison du risque de dévaluation de leur monnaie. Leur entrée dans l'Union monétaire en 1999 a éliminé cette crainte. Il y eut alors d'importants afflux de capitaux vers ces pays. Cela engendra des booms financiers et immobiliers, lesquels firent en même temps augmenter rapidement les salaires, les coûts de production et les prix dans ces pays, au point d'endommager sérieusement la position concurrentielle de leurs secteurs exportateurs. Leurs balances commerciales accusèrent des déficits croissants.

S'ils avaient conservé leur propre monnaie, les pays du GIPSI auraient alors pu résoudre promptement la difficulté en la laissant se déprécier. Leur compétitivité sur les marchés extérieurs aurait aussitôt été restaurée. Mais comme ils partageaient une monnaie commune – l'euro – avec les grands pays du continent qui étaient leurs principaux clients, une dépréciation réparatrice n'était plus possible. La compétitivité ne pouvait plus être récupérée qu'en soumettant l'économie à une période de stagnation et de chômage génératrice d'une baisse des salaires (ces derniers représentant les trois quarts des coûts de production). De plus, le recul économique allait devoir être majeur et durer longtemps, étant donné que seules des doses fortes et persistantes de chômage peuvent réussir à faire diminuer les salaires.

Anticipant la stagnation prolongée et ses conséquences désastreuses pour les soldes budgétaires, les investisseurs ont craint que les gouvernements de ces pays ne deviennent insolubles et ne fassent en faillite. Leur anxiété a été considérablement amplifiée par l'hésitation de la Banque centrale européenne, jusqu'en 2012, à agir comme prêteur de dernier ressort auprès des gouvernements en difficulté, phénomène qui ne se serait pas produit s'ils avaient encore détenu leur propre monnaie et disposé de leur propre banque centrale prête à leur procurer de la liquidité au besoin. Les investisseurs ont donc retiré leurs billes des pays du GIPSI, les capitaux se sont envolés, les taux d'intérêt sur les emprunts souverains et autres ont atteint des niveaux exorbitants et la crise économique s'est aggravée dans ces pays. Ainsi, non seulement ont-ils dû subir la récession mondiale de 2008-2009 comme tous les autres, mais ils ont en plus été durement éprouvés par le retrait massif et soudain des capitaux qui avaient soutenu leur expansion de 2000 à 2007⁷.

⁶ Pour le détail de l'explication qui suit, voir Paul De Grauwe et Yuemei Ji (2013a) et Paul Krugman (2012, chapitre 10).

⁷ Contrairement à une opinion répandue, le problème particulier des pays du GIPSI ne découle pas d'une propension généralisée de leurs gouvernements à s'endetter de manière excessive avant la crise de 2008 (Jordà et autres, 2013). Les données du FMI montrent que, collectivement, leur dette avait diminué depuis l'avènement de l'Union économique et monétaire, passant de 87 % du PIB en 1999 à 75 % en 2007. Individuellement, le rapport dette-PIB avait augmenté en Grèce (de 100 % à 107 %) et au Portugal (de 49 % à 68 %), mais diminué en Irlande (de 47 % à 25 %), en Italie (de 113 % à 103 %) et en Espagne (de 62 % à 36 %). Il est indéniable par ailleurs que la crise grecque est en partie liée à des extravagances budgétaires dissimulées. En plus d'avoir eu à essuyer la même fuite de capitaux que les autres pays du GIPSI, ce pays éprouvait et éprouve encore de sérieuses difficultés structurelles.

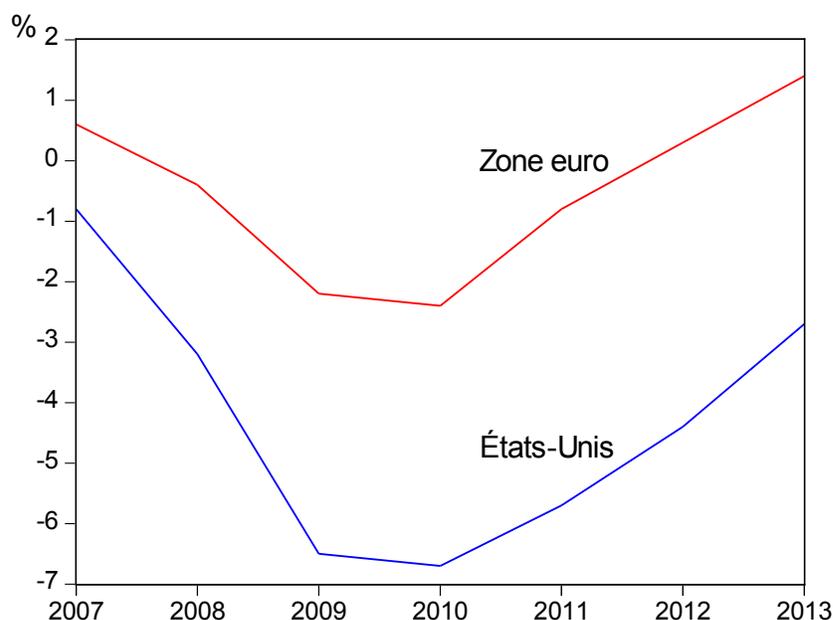
Après 2010, les politiques budgétaires des pays avancés ont cessé de soutenir la croissance et ont soudainement opté pour l'austérité

Le troisième et dernier élément qui explique que la reprise ne s'est pas poursuivie après 2010, laissant plutôt place à une stagnation persistante, est le virage de la politique budgétaire des pays avancés vers l'austérité. Dès les premiers signes d'une remontée en 2010, les gouvernements de ces pays ont décidé de laisser entièrement à leurs banques centrales la tâche de promouvoir la reprise en maintenant les taux d'intérêt au plancher. Rassurées par les très bas taux d'inflation, ces dernières (hormis, encore une fois, la Banque centrale européenne) ont maintenu leurs taux d'intérêt directeurs en dessous de 1 %. Elles ont aussi ajouté à leur arsenal des modes non traditionnels d'intervention, comme des achats d'obligations à moyen et long termes et des indications sur l'évolution future des taux d'intérêt à court terme. Ces politiques ont connu un certain succès (voir, par exemple, Bernanke, 2012; FMI, 2013b; Santor et Suchanek, 2013).

Contrairement à leurs banques centrales, les gouvernements des pays avancés ont mis fin à l'orientation stabilisatrice qu'ils avaient imprimée à leurs budgets en 2009 et en 2010. À partir de 2011, ils se sont mis à adopter des mesures restrictives afin de rétablir l'équilibre budgétaire dans les meilleurs délais. Excepté au Japon, l'austérité est devenue la norme des pays avancés⁸. Le graphique 6 illustre l'importance de ce virage de la politique budgétaire aux États-Unis et dans la zone euro. On constate d'abord que, de 2007 à 2010, les budgets gouvernementaux ont cherché à stabiliser l'économie. Les soldes budgétaires structurels ont diminué de plusieurs points, résultat de l'accélération des dépenses publiques et de l'allègement de la fiscalité dans ces deux grandes régions. À partir de 2011, on voit que les soldes structurels ont tout à coup emprunté le chemin inverse et sont remontés vers leur point de départ. Les budgets ont alors accouché de mesures d'austérité favorisant le retour à l'équilibre budgétaire plutôt que de continuer à soutenir la reprise économique.

⁸ Dans les pays émergents ou en développement, on n'a pas enregistré de tendance généralisée vers l'austérité depuis 2010. Les politiques budgétaires y ont été très variées.

GRAPHIQUE 6 : ÉVOLUTION DU SOLDE BUDGÉTAIRE STRUCTUREL DES GOUVERNEMENTS EN POURCENTAGE DU PIB POTENTIEL AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO, DE 2007 À 2013



Sources : FMI, Fiscal Monitor

■ LES TROIS CAUSES DE LA VOLTE-FACE DES POLITIQUES BUDGÉTAIRES

Comment expliquer cette volte-face des politiques budgétaires à partir de 2011 dans les pays avancés (excepté au Japon)? Les déficits budgétaires soulèvent un conflit d'objectifs. D'un côté, des dépenses publiques plus importantes et des impôts moins élevés peuvent apporter un soutien à l'économie et à l'emploi à court terme. Mais, de l'autre, les déficits ajoutent à la dette accumulée des gouvernements. Et s'ils la font croître systématiquement plus vite que le PIB, plusieurs difficultés peuvent surgir à moyen et long termes : un risque d'insolvabilité plus élevé, particulièrement lorsqu'une récession frappe; une raréfaction de l'épargne faisant augmenter les taux d'intérêt et diminuer l'investissement; une hausse des impôts ou une baisse des services publics s'avérant incontournables pour financer un service de la dette accru; une tendance plus prononcée à faire payer par les générations futures les services publics dont bénéficient aujourd'hui les générations actuelles; et une plus grande dépendance des bailleurs de fonds.

La recherche en macroéconomie au XX^e siècle a évidemment accordé beaucoup d'attention à ce conflit entre le soutien à l'économie et à l'emploi à court terme et les dangers qui résultent d'un poids d'endettement élevé et croissant à moyen et long terme. L'aboutissement de cette recherche est le principe fondamental de régulation de la conjoncture économique qui fut énoncé et développé au milieu de la Grande Dépression des années 1930 par John Maynard Keynes (1942). Selon ce principe, il faut accélérer les dépenses publiques ou alléger la fiscalité en période de récession au moment où le secteur privé se retient de dépenser, et réduire les dépenses publiques ou augmenter les impôts en période

d'expansion lorsque le secteur privé fonctionne à plein régime. On peut ainsi espérer faire d'une pierre deux coups : d'une part, réduire la profondeur des récessions et encourager les reprises et, d'autre part, stabiliser le poids de la dette publique en proportion du PIB d'un cycle économique au suivant. La dette publique va croître plus rapidement que le PIB quand l'économie va mal et a besoin de soutien, mais croître moins rapidement quand l'économie va bien et n'a pas besoin d'aide.

Le principe fondamental de la régulation conjoncturelle – hausser les déficits en récession et les réduire en expansion – est encore incompris et difficile à appliquer

La première cause du virage des politiques budgétaires vers l'austérité à partir de 2011 est que ce principe keynésien de régulation conjoncturelle est resté incompris et qu'il est difficile à appliquer. Il est resté incompris car il heurte de front l'intuition naturelle des milieux financiers et du grand public. En période de récession, les déficits budgétaires gouvernementaux augmentent automatiquement, parce que le repli de l'économie et de l'emploi entraîne une baisse des revenus fiscaux et une hausse des dépenses d'assurance-emploi, d'aide sociale et de soutien aux entreprises. Ces déficits automatiques ont beau être la conséquence de la récession qui éprouve le secteur privé de l'économie, ils sont néanmoins perçus intuitivement par les milieux financiers et le grand public comme un signe de mauvaise gestion. On juge scandaleux le fait que le gouvernement dépense autant, au moment même où des millions de citoyens sont obligés de pratiquer des coupes radicales dans leur train de vie. La pression politique en faveur d'un rééquilibrage immédiat du budget est forte, ce qui rend difficile l'adoption de mesures budgétaires de soutien à l'économie en récession. Le problème est que, si l'État réagit en réduisant ses dépenses ou en haussant ses impôts, les revenus des ménages et des entreprises vont baisser encore plus et la récession va empirer, entraînant ainsi de nouveaux déficits budgétaires. Un cercle vicieux peut s'installer. En oubliant cette interaction fondamentale entre le secteur privé et le secteur public, on jette de l'huile sur le feu.

On est confronté au problème inverse en période d'expansion économique. Le dynamisme de l'économie privée remplit alors les coffres de l'État, ce qui le pousse à adopter des mesures budgétaires encore plus expansionnistes sans grand danger d'être sanctionné politiquement par l'opinion publique ou financièrement par les bailleurs de fonds. Ainsi, la non-application systématique du principe de régulation keynésien a toutes les chances d'entraîner deux conséquences néfastes : d'un côté, que les récessions et les reprises traînent en longueur et, de l'autre, que le poids de la dette publique s'alourdisse continuellement d'un cycle économique au suivant, augmentant en récession et ne diminuant pas en expansion.

Les déficits budgétaires exceptionnels découlant de la récession exceptionnelle de 2008-2009 ont fait peur et sont devenus une préoccupation dominante

Dans le contexte économique récent, la pression politique en faveur d'un retour à l'équilibre budgétaire le plus rapidement possible a été amplifiée par l'importance exceptionnelle des déficits budgétaires réalisés de 2008 à 2010 dans les pays avancés en général, et tout particulièrement dans les pays du GIPS. Pendant la récession, les revenus fiscaux se sont effondrés et les mesures de soutien à l'économie, y compris le sauvetage d'institutions finan-

cières, ont coûté cher. Les déficits budgétaires ont atteint en moyenne 9 % du PIB, et beaucoup plus dans certains cas : 11 % du PIB en Espagne et au Royaume-Uni, 13 % aux États-Unis, 16 % en Grèce et 30 % en Irlande. L'addition de ces déficits a soudainement fait passer la dette publique des pays avancés de 74 % du PIB en 2007 à 101 % en 2010⁹. Le contraste avec les années 2000 à 2007, où le ratio dette-PIB était stabilisé autour de 75 %, est frappant. Dans ces conditions, la situation budgétaire des gouvernements est devenue une préoccupation dominante en 2010. Ce fut le cas, tout particulièrement, dans les milieux financiers européens, où l'on a vu d'importantes primes de risque imposées aux obligations des gouvernements endettés du GIPSI. La pression politique en faveur de l'austérité budgétaire est alors devenue presque irrésistible (De Grauwe et Ji, 2013a).

Avant d'être finalement discréditées, les théories de l'« austérité expansionniste » et du « précipice à un ratio dette-PIB de 90 % » ont été très influentes

Le virage de la politique budgétaire vers l'austérité s'explique aussi par l'influence intellectuelle marquante de deux études qui ont initialement conforté les décideurs dans leur penchant en faveur d'un retour accéléré à l'équilibre budgétaire. La première étude, celle d'Alberto Alesina et Sylvia Sardagna (2010; voir aussi Alesina et autres, 2013), a examiné la politique budgétaire des pays de l'OCDE de 1970 à 2007. Ces auteurs ont été conduits à nier l'existence de l'effet multiplicateur positif du budget sur l'activité économique qui est à la base du principe keynésien de régulation conjoncturelle. Leurs travaux contredisaient le point de vue qui venait d'être formulé par des chercheurs comme Christopher Allsopp et David Vines (2005) ou Antonio Spilimbergo et ses confrères (2008), lesquels favorisaient l'expansion budgétaire dans une situation où la politique monétaire avait épuisé sa capacité stabilisatrice après avoir abaissé les taux d'intérêt au plancher zéro. Alesina et Sardagna laissaient entendre que l'austérité budgétaire – surtout les compressions de dépenses – pouvait encourager la croissance économique plutôt que la décourager. D'une part, elle donnerait aux ménages, aux entreprises et aux investisseurs une plus grande confiance dans la bonne gestion des finances publiques; et, d'autre part, en réduisant les emprunts gouvernementaux, elle ferait concrètement diminuer les taux d'intérêt et favoriserait ainsi la reprise.

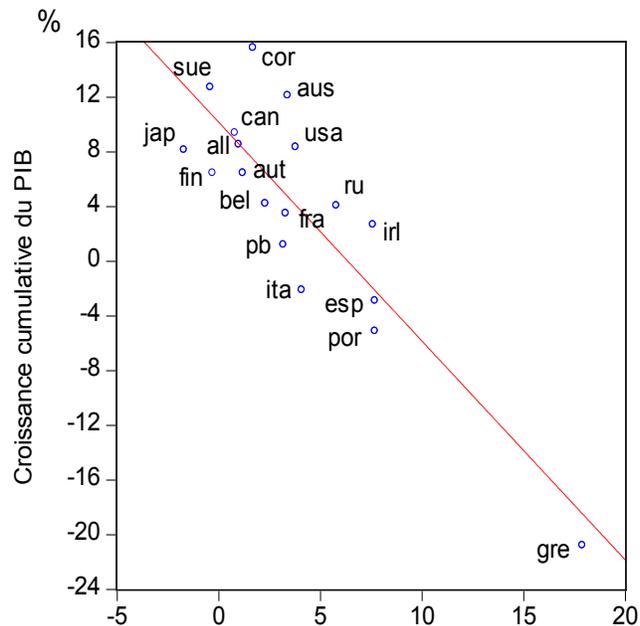
Cette « théorie de l'austérité expansionniste » a été contredite par les faits. L'expérience montre que l'austérité appliquée par les gouvernements au cours des dernières années a, au contraire, considérablement nui à la croissance. Simplement pour aiguïser l'intuition, le graphique 7 en fait une démonstration simple. Y est représenté le lien entre la croissance cumulative du PIB réalisée de 2009 à 2013 et l'importance des mesures d'austérité appliquées au cours de cette période par 18 grands pays avancés. Il en ressort une corrélation fortement négative (-87 %) entre la croissance économique et le degré d'austérité. La remontée

de 3,5 points du solde structurel global des États-Unis et des pays de la zone euro de 2009 à 2013 (visible sur le graphique 4) aurait ainsi retranché 5,6 points à la croissance cumula-

⁹ Données du FMI (WEO). Il faut ici garder à l'esprit que le dénominateur du ratio dette-PIB est le PIB lui-même, de sorte qu'une baisse du PIB en récession fait augmenter le ratio avant même qu'un déficit ne vienne ajouter à la dette au numérateur.

tive de leur PIB pendant ces quatre années¹⁰. Il s'agit d'un effet négatif très prononcé de l'austérité sur la croissance. Les analyses plus complexes de chercheurs universitaires et du FMI ont conclu dans le même sens : l'austérité budgétaire dans les pays avancés a bel et bien entraîné une baisse de la croissance du PIB compatible avec l'illustration simple du graphique 5¹¹. La conjecture d'Alesina et Sargana ne peut être retenue¹².

GRAPHIQUE 7 : LIEN ENTRE LA CROISSANCE CUMULATIVE DU PIB ET LES MESURES D'AUSTÉRITÉ BUDGÉTAIRE (EN POURCENTAGE DU PIB POTENTIEL DANS 18 GRANDS PAYS AVANCÉS EN 2012-2013



Sources : Mesures d'austérité (FMI, Fiscal Monitor)

La seconde étude influente qui a encouragé les mesures d'austérité a été l'œuvre de Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff (2010b). Ces auteurs ont examiné, en particulier, le

¹⁰ Estimée avec les données du FMI (2013a et 2013c), l'équation de la ligne droite du graphique 7 est la suivante :

$$G = 10,2 - 1,6 * A, \quad R^2 = 0,75$$

(1,3) (0,2)

où G = variation cumulative du PIB de 2009 à 2013 et A = mesures d'austérité (changement dans le solde budgétaire structurel de la fin de 2009 à la fin de 2013). Les chiffres entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés. La corrélation simple entre G et A est $R = -(0,75)^{1/2} = -0,87$. Les résultats de l'estimation sont sensiblement les mêmes si on exclut la Grèce de l'échantillon. On déduit immédiatement de ce résultat que si A est plus élevé de 3,5 points de pourcentage, G sera plus faible de $1,6 \times 3,5 = 5,6$ points. Cela donne un multiplicateur budgétaire de l'ordre de 1,6.

¹¹ David Romer (2012) ainsi que Bradford DeLong et Lawrence Summers (2012) ont présenté un résumé de la preuve et plusieurs références. Voir aussi Jaime Guajardo et autres (2011), Alan Auerbach et Yuriy Gorodnichenko (2012) et Olivier Blanchard et Daniel Leigh (2013a).

¹² Une légère embellie de la croissance pourrait avoir débuté aux États-Unis et en Europe au milieu de 2013 et se confirmer en 2014, comme l'observe la plus récente mise à jour des perspectives économiques du FMI (WEO, janvier 2014), au titre évocateur de *Marée montante ?*, De Grauwe et Ji (2013b) démontrent que la remontée en Europe est attribuable aux réformes appliquées par la Banque centrale européenne plutôt qu'aux politiques d'austérité budgétaire comme telles.

lien possible entre la croissance économique et la dette publique dans les pays avancés depuis 1945. Ils ont conclu qu'il n'y avait pas de corrélation significative entre la croissance et la dette tant que le ratio dette-PIB restait inférieur à 90 %, mais qu'un lien négatif très fort entre les deux ressortait dès que le ratio dette-PIB dépassait 90 %. Un ratio dette-PIB plus élevé que 90 % nuirait considérablement à la croissance.

Cette étude n'a, elle non plus, pas résisté à l'analyse. Thomas Herndon, Michael Ash et Robert Pollin (2013) ont récemment démontré qu'elle contenait plusieurs erreurs techniques (observations omises, pondération inadéquate des résultats, fautes de codage informatique), et qu'une fois ces erreurs corrigées les données ne permettaient plus de soutenir la « théorie du précipice à 90 % » avancée par Reinhart et Rogoff. Après rectification, la corrélation entre croissance et endettement demeure légèrement négative, mais la forme que prend cette corrélation indique que la causalité pourrait fonctionner en sens inverse de ce qu'ils laissent entendre. Ce serait la croissance faible qui ferait augmenter l'endettement et non l'endettement élevé qui ferait diminuer la croissance. Ce qui serait à l'œuvre serait un PIB plus faible entraînant des revenus fiscaux moindres, donc des déficits plus élevés et une dette croissante.

On ne peut également manquer d'observer que, si un endettement supérieur à 90 % du PIB affaiblissait la croissance économique, ce serait principalement dû à la raréfaction du financement qui resterait disponible pour l'investissement privé dans une économie au plein emploi et qui se traduirait par un niveau général plus élevé des taux d'intérêt à long terme. Or, ce n'est pas du tout ce qui a été observé dans les pays avancés depuis 2010. En dehors du groupe du GIPSI, qui a été frappé par une panique à la solvabilité pour des raisons bien particulières, les taux d'intérêt sur les obligations des gouvernements sont restés faibles. Cela est vrai même pour des pays aussi endettés en 2013 que le Japon (245 % du PIB), les États-Unis (108 %), la Belgique (100 %), le Royaume-Uni (94 %) ou la France (93 %). Mais bien que les conclusions d'Alesina et Sardagna et celles de Reinhart et Rogoff aient maintenant perdu en crédibilité, les milieux officiels ont eu amplement le temps de s'en servir en 2010-2012 pour justifier le virage des politiques budgétaires vers l'austérité.

Un changement d'orientation aussi radical de la politique budgétaire que celui qui s'est produit depuis 2010 est un phénomène nouveau. Une telle volte-face n'avait pas eu lieu au sortir des récessions antérieures (FMI, 2013c, p. 32-35). Les conséquences de l'austérité budgétaire auraient pu être bénignes dans un contexte où le choc subi par les économies eût été moins profond et persistant. Les efforts de relance des banques centrales auraient alors pu suffire à amorcer une solide reprise et permettre au secteur privé de prendre ensuite le relais. Mais la bouchée était manifestement trop grosse à avaler pour la politique monétaire – les taux d'intérêt directeurs étant déjà au plancher –, de sorte que le virage de la politique budgétaire vers l'austérité a eu des conséquences macroéconomiques très négatives.

■ UN SOUTIEN TEMPORAIREMENT ACCRU DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE À LA CROISSANCE EST RÉALISABLE EN PRATIQUE ET BÉNÉFICIE D'UN RAPPORT AVANTAGE-COÛT HAUTEMENT FAVORABLE

D'un point de vue normatif, quels enseignements tirer des observations qui précèdent? Les États disposent de deux leviers d'intervention pour relancer l'économie et l'emploi à brève échéance : la politique monétaire des banques centrales et la politique budgétaire des gouvernements. Dans la conjoncture économique présente, comme le risque d'inflation est

faible, la politique monétaire peut et doit rester très accommodante. Les banques centrales doivent simplement poursuivre le travail déjà entrepris : maintenir leurs taux d'intérêt directeurs à zéro, acheter des obligations à plus longue échéance pour encourager la baisse des taux d'intérêt à long terme, donner des indications sur l'évolution future des taux d'intérêt à court terme, et rester prêtes à fournir de la liquidité en cas d'urgence. Dans la zone euro en particulier, les 18 pays doivent s'entendre pour permettre à la Banque centrale européenne de jouer pleinement son rôle de prêteur de dernier ressort auprès des gouvernements en difficulté. Au Japon, dans un geste audacieux et sans précédent, la Banque centrale a annoncé en avril 2013 son intention de doubler sa base monétaire en deux ans afin de sortir le pays de la déflation, en achetant des obligations à long terme. Un tel changement de régime monétaire a déjà été envisagé par certains analystes dans le passé (Krugman, 1998; Bernanke, 2000; Blanchard et autres, 2010; C. Romer, 2014).

Mais, en attendant le résultat de l'expérience monétaire japonaise, il faut compter sur la politique budgétaire pour s'atteler à la tâche de relancer la reprise. Cela ne signifie pas du tout qu'elle doive abandonner l'autre tâche, aussi fondamentale, de retourner à l'équilibre budgétaire à moyen terme. La viabilité à long terme des finances publiques ne doit pas soulever de doute, et il est indispensable de reconstruire une marge de manœuvre financière suffisante pour affronter la prochaine récession à venir.

Mais il faut faire les choses dans l'ordre. Si on a recours à l'austérité budgétaire alors que l'économie est encore loin de son plein potentiel, l'effet négatif prononcé qu'elle a sur l'activité économique fait diminuer les revenus fiscaux de façon importante. L'efficacité de la stratégie de rééquilibrage du budget est forcément affaiblie et pourrait même être mise en échec. En fait, l'échantillon formé des 18 grands pays avancés (graphique 7) permet de constater qu'il n'y a pas de corrélation significative entre le changement observé dans le ratio dette-PIB de 2009 à 2013 et l'importance des mesures d'austérité appliquées durant cette période (une fois déduit l'effet du solde budgétaire structurel initial de 2009)¹³. La rétroaction défavorable de l'activité économique sur les recettes fiscales pourrait donc aller jusqu'à annuler l'effet positif des mesures de redressement sur le budget. L'enseignement qu'on en tire est que l'efficacité stratégique du plan d'ajustement budgétaire exige qu'on laisse un espace suffisant pour des mesures de restauration du plein emploi à court terme avant de passer à la phase de rééquilibrage proprement dite du budget à moyen et long terme, une fois le secteur privé capable de prendre le relais de l'expansion.

Quel serait l'ordre de grandeur du soutien de la politique budgétaire à la croissance qui serait requis pour ramener l'économie à son potentiel et quelles en sont les conséquences pour le ratio dette-PIB? Pour y voir clair, prenons l'exemple des États-Unis. Pour l'année 2013, un écart au potentiel de 8,3 % est rapporté au tableau 1 et illustré au graphique 3. Ce pourcentage traduit une différence (arrondie) de 1 500 G\$ entre le PIB de 16 800 G\$ qui était projeté pour l'année et le PIB potentiel estimé de 18 300 G\$. De com-

¹³ Ce test statistique est inspiré de Christina Romer (2012). Estimée avec les données du FMI (2013a et 2013c), l'équation obtenue est la suivante :

$$D = 3,3 - 3,4*S + 0,5*A, \quad R^2 = 0,75$$

$$(3,2) \quad (0,9) \quad (0,8)$$

où D = changement observé dans le ratio dette-PIB de la fin de 2009 à la fin de 2013, S = solde budgétaire structurel initial en 2009 et A = mesures d'austérité (changement dans le solde budgétaire structurel entre 2009 et 2013). Les chiffres entre parenthèses sont les écarts-types des coefficients estimés. L'hypothèse que les mesures d'austérité (A) sont sans effet sur le changement dans le ratio dette-PIB (D) ne peut être rejetée aux niveaux habituels de confiance (valeur de probabilité p = 0,56). Les résultats sont sensiblement les mêmes si on exclut la Grèce de l'échantillon. De Grauwe et Ji (2013b) obtiennent des résultats semblables.

bien aurait-il alors fallu que le gouvernement fédéral américain accroisse temporairement ses dépenses (en infrastructures, en transferts aux États et aux municipalités, etc.) en 2013 pour que le PIB du pays augmente de 1 500 G\$ et rejoigne ainsi le niveau du PIB potentiel à court terme? La littérature pertinente permet de croire que, par effet multiplicateur, chaque dollar de dépense publique supplémentaire ferait augmenter le PIB d'au moins 1,50 \$ (C. Romer, 2012; DeLong et Summers, 2012; Akerlof, 2013)¹⁴. Le graphique 7 a présenté une illustration de ce résultat dans le cas de 18 grands pays avancés. Ce qui explique que l'impact des mesures budgétaires sur le PIB soit aussi important, c'est qu'au départ, dans le contexte actuel de stagnation économique, 1) la capacité de produire de l'économie est grandement sous-utilisée et n'impose pratiquement aucune contrainte à l'expansion; 2) les taux d'intérêt sont maintenus au plancher par la banque centrale et ne risquent pas de freiner l'expansion en remontant prématurément; et 3) les contraintes sévères imposées au crédit signifient que la propension à dépenser des ménages et des entreprises est plus élevée qu'en temps normal (Blanchard et Leigh, 2013b).

Avec un effet multiplicateur de 1,5, une injection de dépenses publiques de 1 000 G\$ suffirait pour produire une hausse du PIB de 1 500 G\$. Toutefois, le coût net de la mesure pour l'État fédéral serait inférieur à 1 000 G\$, parce qu'une fraction de la hausse du PIB lui serait retournée sous forme de revenus fiscaux additionnels et d'économies en transferts sociaux. Selon l'information disponible, environ le tiers de la hausse de 1 500 G\$, soit 500 G\$, reviendrait dans les coffres de l'État. Au net, il aurait donc finalement à déboursier non pas 1 000 G\$, mais seulement la moitié de ce montant (500 G\$). Si cette somme était empruntée, la dette fédérale détenue par le public passerait de son niveau actuel (2013) de 12 000 G\$ à 12 500 G\$. Au taux d'intérêt actuel de 4 % sur un emprunt à 30 ans, les frais annuels d'intérêts seraient d'environ 20 G\$. Le ratio dette-PIB, lui, baisserait de 3,2 unités de pourcentage, passant de 71 % (= 12 000/16 800) à 68 % (= 12 500/18 300). La hausse des dépenses fédérales ferait donc d'une pierre deux coups : d'une part, elle retournerait l'économie à son potentiel et éliminerait le chômage; d'autre part, elle conduirait à un allègement du poids de l'endettement parce que le PIB au dénominateur du ratio dette-PIB augmenterait proportionnellement plus que la dette au numérateur¹⁵.

Le scénario avec mesure budgétaire représente donc un net avantage sur le scénario sans mesure budgétaire. Au lieu de se fier aux forces naturelles de récupération de l'économie, qui sont lentes surtout après une crise financière aiguë, cette stratégie aurait permis à la dette fédérale américaine d'être soutenue dès 2013 par un PIB égal au potentiel plutôt que plus faible de 8,5 %. Naturellement, si, en l'absence de mesure budgétaire appuyant la reprise, cette dernière finissait quand même par se matérialiser, disons dix ans plus tard, et que l'écart au potentiel était entièrement comblé en 2023, il n'y aurait plus de différence entre le PIB avec mesure et le PIB sans mesure à cette date. L'avantage de la mesure de 2013 qui resterait serait d'avoir avancé de dix ans le retour de l'économie à son plein potentiel en contrepartie de la dette de 500 G\$ contractée à cette fin. On peut estimer qu'en 2023 le ratio dette-PIB serait alors supérieur de 2,7 points de pourcentage au niveau qu'il aurait atteint en l'absence de tout soutien de la politique budgétaire à la croissance

¹⁴ Le résultat statistique présenté à la note 10 et illustré au graphique 7 permet de croire que l'effet multiplicateur est de l'ordre de 1,6.

¹⁵ Luc Eyraud et Anke Weber (2013) ont traité en détail des conditions dans lesquelles ce double avantage survient et de ses conséquences à moyen et long terme.

en 2013. Et à long terme, la croissance tendancielle du PIB ferait peu à peu disparaître l'excédent du ratio attribuable à la mesure de 2013¹⁶.

DeLong et Summers (2012) ont récemment avancé qu'il est probable que, dans une économie en dépression, une mesure budgétaire comme celle qui vient d'être décrite s'autofinance dans un horizon beaucoup plus court. Leur argumentation s'appuie sur l'hypothèse, assez répandue dans la littérature, que plus d'investissement et moins de chômage (réel ou déguisé) dans une économie qui opère à son plein potentiel pourraient entraîner une hausse du PIB potentiel lui-même. Ils ont estimé que cet effet d'hystérésis positif, même dans le cas où il serait très modeste, pourrait entraîner une hausse des revenus fiscaux plus que suffisante pour défrayer entièrement et à brève échéance le coût de la mesure expansionniste pour l'État qui s'y engagerait. Quoi qu'il en soit, il ne fait aucun doute qu'un soutien temporairement accru de la politique budgétaire américaine à la reprise serait une priorité stratégique dans un plan bien échelonné de retour de l'économie à son potentiel et de stabilisation de l'endettement, et qu'un tel appui serait en même temps réalisable en pratique. Au pire, il n'entraînerait qu'un coût relativement modeste pour l'État fédéral; au mieux, il pourrait s'autofinancer. Mais dans tous les cas le rapport avantage-coût serait hautement favorable compte tenu des 1 500 G\$ en revenu et des millions d'emplois qui s'ajouteraient à l'économie à brève échéance.

Cet exemple des 1 500 G\$ de l'écart au potentiel à combler est évidemment idéalisé à dessein, afin de mettre en relief les possibilités qui s'offrent, à divers degrés, aux pays avancés (et pas seulement aux États-Unis) à l'heure actuelle. Il va de soi qu'en pratique le niveau, la structure et l'échelonnement de l'expansion budgétaire devraient tenir compte de la disponibilité de bons projets de dépense et des pénuries de ressources humaines et matérielles qui finiraient par se manifester à l'approche du plein emploi¹⁷. Des pressions inflationnistes émergeraient et les taux d'intérêt tendraient à remonter. Il serait alors temps pour la politique budgétaire de se retirer de la gestion de la conjoncture à court terme et d'en relayer la responsabilité à la politique monétaire comme c'était le cas avant la récession

¹⁶ La lectrice ou le lecteur intéressés peuvent démontrer sans difficulté la proposition suivante : « Soit deux trajectoires pour le PIB, le solde budgétaire de fonctionnement (excluant le service de la dette) et la dette publique qui sont identiques sauf pour le fait que la première est exempte de la hausse temporaire des dépenses gouvernementales et la seconde incorpore cette mesure budgétaire à partir de 2013. Alors la différence entre le ratio dette-PIB du scénario avec la mesure de 2013 et celui du scénario sans cette mesure est égale à $a_{2013}(1/m - t)[(1+r)/(1+g)]^{s-2013} - a_s d_s$. Dans cette expression, $a_s = (Y_{ps} - Y_s)/Y_{ps}$ est l'écart en pourcentage entre le PIB potentiel Y_p et le PIB réalisé Y de l'année s dans le scénario sans la mesure et d_s est le ratio dette-PIB de la même année dans le même scénario (pour $s = 2013, 2014, \text{etc.}$); m est l'effet multiplicateur de la hausse des dépenses publiques sur le PIB; t est le taux net de rétroaction fiscale; r est le taux d'intérêt sur les nouveaux emprunts en 2013; et g est le taux de croissance du PIB potentiel (en dollars courants). » Avec les valeurs $a_{2013} = 0,085$, $m = 1,5$, $t = 1/3$ et $d_{2013} = 12\,000/16\,800 = 0,714$ retenues dans le texte, on tire de ce résultat qu'en 2013 le changement du ratio dette-PIB engendré par la mesure budgétaire temporaire est égal à $(0,085)(2/3 - 1/3) - (0,085)(0,714) = -0,032$, tel qu'affirmé. Pour $s = 2014, 2015, \text{etc.}$, il faut, en plus, faire des hypothèses sur les valeurs de r et de g . Au début de l'automne 2013, le Trésor américain pouvait emprunter à 30 ans au taux $r = 3,9\%$. Par ailleurs, la dernière projection du CBO (2013, tableau B-1) pour le taux de croissance annuel moyen du PIB nominal est $g = 4,3\%$ après le retour de l'économie à la normale en 2018, alors que Y_s aurait finalement rattrapé Y_{ps} (de sorte que $a_s = 0$) dans le scénario exempt de mesure. Pour $s = 2023$, par exemple, l'application du résultat avec les valeurs retenues donne un ratio dette-PIB plus élevé de $(0,085)(2/3 - 1/3)(1,039/1,043)^{10} = 0,027$ que sans la mesure. À long terme, pourvu que l'inégalité $r < g$ se maintienne, la quantité $[(1+r)/(1+g)]^{s-2013}$ tend vers zéro, de sorte que le ratio dette-PIB n'est pas plus élevé dans le scénario avec mesure que dans le scénario sans mesure. Le soutien budgétaire à la croissance finit donc par s'autofinancer.

¹⁷ Pour être applicable à l'Union européenne avec une efficacité maximum, la manœuvre exigerait de plus une bonne coordination entre les budgets des pays membres.

de 2008-2009. Le retour plein et entier à l'équilibre budgétaire pourrait alors s'effectuer sans encombre selon le plan initialement tracé pour le moyen et le long termes.

■ RÉSUMÉ ET CONCLUSION

Dès que la crise économique et financière a frappé l'économie mondiale en 2008-2009, les autorités monétaires et budgétaires sont intervenues massivement et ont d'abord réussi à mettre fin à la récession en 2009, puis à lancer une reprise en 2010. Mais cette dernière n'a pas eu de suite en 2011 et après. Les économies se sont enlisées dans une stagnation généralisée qui, plutôt que de les rapprocher de la pleine réalisation de leur potentiel, les en a au contraire éloignées. Nous en sommes là au début de 2014.

La gravité du choc de l'endettement subi par les ménages et les entreprises en 2008-2009 a évidemment été sous-estimée. On a cru qu'une fois amorcée, la reprise se nourrirait d'elle-même et s'accélélerait. Mais deux facteurs ont trahi ces attentes dans les pays avancés. Le premier est que les cinq pays du GIPSI (la Grèce, l'Italie, le Portugal, l'Espagne et l'Irlande) ont été pris au piège dans la nouvelle Union économique et monétaire fondée sur l'euro. Ils ont été victimes de fuites massives de capitaux engendrées par leurs déficits commerciaux et de l'hésitation de la Banque centrale européenne et des autres pays de la zone à les soutenir. A posteriori, on peut se demander si leur entrée dans la zone euro n'a pas été imprudente ou, à tout le moins, prématurée. On doit aussi s'interroger sur les problèmes de gestion interne dont l'Union monétaire elle-même paraît souffrir.

Le second facteur de dérapage concerne l'ensemble des pays avancés. Après 2010, sauf exception, leurs politiques budgétaires ont soudainement abandonné le soutien à la croissance en faveur de mesures d'austérité destinées à rééquilibrer les finances publiques dans les meilleurs délais. Ce virage vers l'austérité s'est avéré prématuré. L'impact macroéconomique des politiques budgétaires dans les économies en dépression étant très puissant, il ne faut pas être surpris que la reprise ait été décapitée. On a mis, en quelque sorte, la charrue avant les bœufs : plutôt que de prioriser la reprise et de la faire suivre du rééquilibrage des budgets, on a adopté l'ordre inversé. Cette stratégie a été un échec. Son coût économique et social se mesure en milliers de milliards de dollars perdus en revenu et en millions de nouveaux chômeurs de long terme.

La volte-face des politiques budgétaires des pays avancés a plusieurs causes. Premièrement, à n'en pas douter, le principe fondamental de la régulation conjoncturelle – hausser les déficits en récession et les réduire en expansion – est encore généralement incompris et, pour des raisons politiques, difficile d'application. Deuxièmement, les gros déficits enregistrés en 2009 ont fait peur. La pression politique exercée sur les autorités budgétaires – notamment par les milieux financiers – pour donner la priorité au retour à l'équilibre des finances publiques n'en a été que plus intense. Troisièmement, les autorités budgétaires ont été confortées dans leur virage vers l'austérité par des théories douteuses avançant que l'austérité budgétaire pouvait être expansionniste malgré les apparences et qu'un ratio dette-PIB supérieur à 90 % allait s'avérer catastrophique pour la croissance. Quoiqu'il en soit, les conséquences macroéconomiques de la volte-face des politiques budgétaires ont été très négatives. L'écart entre le PIB réalisé et le PIB potentiellement réalisable dans les pays avancés est plus grand en 2013 qu'il ne l'était au plus fort de la récession en 2009. La situation est particulièrement grave dans l'Union européenne, mais elle est également sérieuse aux États-Unis.

Pour en sortir plus vite, il aurait fallu d'abord reconnaître qu'accélérer la reprise au moyen des deux grands leviers macroéconomiques, monétaire et budgétaire, est un impératif économique, moral et stratégique. La priorisation exclusive du rééquilibrage des finances publiques à court terme est une stratégie perdante parce qu'elle conduit à rater les deux cibles : la stagnation s'aggrave et, par le fait même, elle compromet le retour à l'équilibre budgétaire en privant les coffres de l'État des revenus fiscaux attendus. La pleine efficacité stratégique exige donc un plan d'ajustement budgétaire qui laisse un espace suffisant pour des mesures de restauration du plein emploi à court terme et qui passe ensuite à la phase de rééquilibrage du budget à moyen et long termes, une fois le secteur privé capable de prendre le relais de l'expansion. À la fin de l'exposé, l'exemple américain est utilisé pour démontrer qu'un soutien temporairement accru de la politique budgétaire à la croissance serait tout à fait réalisable en pratique et bénéficierait d'un rapport avantage-coût hautement favorable.

Sortir de la crise dans l'immédiat devrait être une priorité stratégique, mais ce n'est évidemment pas le seul objectif à poursuivre. Il faut voir quelles réformes nationales et mondiales permettraient de réduire la fréquence et l'intensité des crises financières. Il faut examiner comment on peut renforcer le système de défense des politiques macroéconomiques lorsque de telles crises se produisent. Il faut se donner des règles législatives claires qui feront en sorte que les États engrangeront des excédents budgétaires en expansion et réaliseront des déficits en récession, évitant ainsi de mettre en danger la viabilité à long terme des finances publiques.

■ BIBLIOGRAPHIE

- Akerlof, G. (2013). *Le chat perché et autres considerations : repenser la politique macroéconomique*, extrait du blogue iMFdirect du FMI, le 1^{er} mai 2013.
- Alesina, A. et S. Ardagna (2010). « Large changes in fiscal policy: taxes versus spending », dans J. Brown (dir.), *Tax Policy and the Economy*, vol. 24, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Alesina, A., C. Favero et F. Giavazzi (2013). « The output effect of fiscal consolidation plans », *Working Paper No. 18336*, National Bureau of Economic Research, octobre (révision).
- Allsopp, C. et D. Vines (2005). « The macroeconomic role of fiscal policy », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 21, n° 4, p. 485-508.
- Auerbach, A. et Y. Gorodnichenko (2012). « Measuring the output responses to fiscal policy », *American Economic Journal-Economic Policy*, vol. 4, n° 2, p. 1-27.
- Auerbach, A. et Y. Gorodnichenko (2013). « Output spillovers from fiscal policy », *American Economic Review*, vol. 103, n° 3, p. 141-146.
- Bernanke, B. (2000). « Japan's slump: a case of self-induced paralysis? », dans A. Posen et R. Mikitani (dir.), *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*, Special Report 13, Washington DC, Peterson Institute for International Economics.
- Bernanke, B. (2012). « Monetary policy since the onset of the crisis », allocution prononcée au colloque *The Changing Policy Landscape*, Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Blanchard, O., G. Dell'Ariccia et P. Mauro (2010). « Rethinking macroeconomic policy », *Staff Position Note 10/03*, FMI.
- Blanchard, O. et D. Leigh (2013a). « Growth forecast errors and fiscal multipliers », *IMF Working Paper No. 13/1*, Washington DC, FMI.
- Blanchard, O. et D. Leigh (2013b). *Fiscal consolidation: at what speed?*, extrait du blogue économique Vox, <http://www.voxeu.org/article/fiscal-consolidation-what-speed> (page consultée en septembre 2013).
- Congressional Budget Office (2013). *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2013 to 2023*, Washington DC, Congress of the United States.
- De Grauwe, P. et Y. Ji (2013a). *Panic-driven austerity in the eurozone and its implications*, extrait du blogue économique Vox, <http://www.voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications> (page consultée en septembre 2013).
- De Grauwe, P. et Y. Ji (2013b). « The legacy of austerity in the eurozone », *CEPS Commentary*, Bruxelles, Center for European Policy Studies.
- DeLong, B. et L. Summers (2012). « Fiscal policy in a depressed economy », *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 233-274.
- Eyraud, L. et A. Weber (2013), « The Challenge of Debt Reduction during Fiscal Consolidation », *Working Paper No. 13/67*, FMI.
- Fonds monétaire international (2013a). *Fiscal Monitor. Fiscal Adjustment in an Uncertain World*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2013/01/fmindex.htm> (page consultée en février 2014).
- Fonds monétaire international (2013b). « Unconventional monetary policies. Recent experience and prospects », *Staff Report*, Washington DC, FMI.

- Fonds monétaire international (2013c). *World Economic Outlook. Hopes, Realities, Risks*. Washington DC, FMI.
- Federal Reserve Board (2013). *Statistical Releases*, Washington DC.
- Guajardo, J., D. Leigh et A. Pescatori (2011). « Expansionary austerity: new international evidence », *Working Paper No. 11/158*, Washington DC, FMI.
- Herndon, T., M. Ash et R. Pollin (2013). « Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff », *Working Paper No. 322*, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst.
- Jacobson, M. et F. Occhino (2013). « Behind the slowdown of potential GDP », *Economic Trends*, Cleveland, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Jordà, Ò., M. Schularick et A. Taylor (2013). « Sovereigns versus banks: credit, crises, and consequences », *Working Paper No. 19506*, National Bureau of Economic Research.
- Keynes, J. M. (1942). *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot.
- Kindleberger, C. (2005). *Histoire mondiale de la spéculation financière*. 4^e éd., Hedaye, Valor.
- Krugman, P. (1998). « It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, p. 137-187.
- Krugman, P. (2012). *Sortez-nous de cette crise...maintenant!*, Paris, Flammarion.
- Lagarde, C. (2013). « Les risques s'accroissent dans le monde, mais le chemin de la reprise n'est pas fermé », Allocution prononcée en août 2013 au colloque *Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Reinhart, C. et K. Rogoff (2010a). *Cette fois, c'est différent. Huit siècles de folie financière*, Paris, Pearson.
- Reinhart, C. et K. Rogoff (2010b). « Growth in a time of debt », <http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v100y2010i2p573-78.html>, vol. 100, n° 2, p. 573-578.
- Romer, C. (2012). « Fiscal policy in the crisis: lessons and policy implications », Communication présentée le 18 avril 2012 au Forum budgétaire du FMI, Washington DC.
- Romer, C. (2014). « It takes a regime shift: recent developments in Japanese monetary policy through the lens of the Great Depression », dans J. Parker et M. Woodford (dir.), *NBER Macroeconomics Annual 2013*, vol. 28, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Romer, D. (2012). « What have we learned about fiscal policy from the crisis? », dans O. Blanchard et autres (dir.), *In the Wake of the Crisis. Leading Economists Reassess Economic Policy*, Cambridge, MIT Press.
- Santor, E. et L. Suchanek (2013). « Les politiques monétaires non traditionnelles : évolution des pratiques, effets et coûts potentiels », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 1-17.
- Spilimbergo, A. et autres (2008). « Fiscal policy for the crisis », *Staff Position Note 08/01*, FMI.