

Les politiques de régulation du cycle économique.

Table des matières

I- Des politiques discrétionnaires aux politiques de règles	3
A- Les politiques contracycliques s'imposent dans les trente glorieuses	3
1- La révolution keynésienne marque la naissance des politiques conjoncturelles.....	3
2- La domination des politiques contracycliques dans les trente glorieuses	5
B- Les critiques théoriques et l'inefficacité des politiques keynésiennes dans les années 1970	7
1- Les critiques de la théorie et des politiques keynésiennes.....	7
2- Malgré la stagflation les politiques de régulation de la demande se poursuivent dans les années 1970.....	9
C- Le 2 ^e choc pétrolier et l'arrivée de Volcker à la tête de la Fed marquent un tournant en 1979	10
1- . Les politiques monétaires restrictives et le pragmatisme budgétaire américain	10
2- . L'environnement international ne contraint pas tous les pays de la même façon	12
II- Diversité des politiques budgétaires et monétaires depuis le début des années 1990	15
A – En Europe, la politique monétaire reste exclusivement tournée vers la stabilité des prix et contraint la politique budgétaire	15
1- . La politique monétaire est soumise à un impératif de crédibilité et aux contraintes de la construction européenne et de la libre circulation des capitaux	15
2- . Les politiques budgétaires sont dominées par la politique monétaire	20
B.-. Un policy mix spécifique aux Etats-Unis	21

1- . La politique monétaire semble suivre une règle de Taylor.....	21
2- . Le pragmatisme budgétaire n'est finalement pas remis en cause.....	22
C – La crise de 2008 implique des changements dans les politiques budgétaires et monétaires.....	24
1- La mobilisation d'instruments de politique monétaire non conventionnels.....	24
2- Les relances budgétaires se heurtent à la crise de la dette en Europe...	26
Sujet d'écrit n°1 : Trop d'impôt tue-t-il l'impôt ?.....	31
Sujet d'écrit n°2 : Peut-on parler d'un échec de la coordination des politiques budgétaires en Europe depuis 1979 ?	32
Sujet d'oral n°1 : L'indépendance des banques centrales est-elle favorable à la lutte contre l'inflation ? (HEC 2009).....	34
Sujet d'oral n°2 : Objectifs et instruments de la BCE. (ESCP 2009).....	35

Objectifs

- Etudier la manière dont les politiques macroéconomiques cherchent à réguler l'activité, en particulier depuis le début des années 1970.
- Montrer que les politiques macroéconomiques recouvrent des actions coordonnées notamment au niveau européen, sont soumises à des contraintes et sont l'objet de controverses.

Notions à retenir

Politique monétaire, politique de change, politique budgétaire, politiques discrétionnaires / de règles, politiques contracycliques, politiques expansionniste / restrictive, Instruments et objectifs intermédiaires de la politique monétaire, désinflation compétitive, déficit budgétaire structurel, *policy mix*, crédibilité, autonomie de la politique monétaire, incohérence temporelle, coordination des politiques macroéconomiques, Règle de Taylor, politiques active / passive, politique monétaire non conventionnelle, multiplicateur budgétaire.

Introduction

Alors que les politiques contracycliques s'étaient imposées dans les trente glorieuses, la politique monétaire et la politique budgétaire se tournent vers des objectifs de lutte contre l'inflation et les déficits publics à partir de la fin des années 1970. Du fait de contraintes variables selon les pays, des différences se manifestent toutefois dans les poli-

tiques macroéconomiques, en particulier entre les Etats-Unis et l'Europe. La crise de 2008 implique des changements importants dans la politique monétaire et un mouvement de relance puis d'austérité budgétaires.

I- Des politiques discrétionnaires aux politiques de règles

A-. Les politiques contracycliques s'imposent dans les trente glorieuses

1-. La révolution keynésienne marque la naissance des politiques conjoncturelles

Jusque dans les années 1930, la régulation monétaire et celle du budget de l'Etat n'ont pas pour objectif d'influer sur les fluctuations de l'activité économique.

Les autorités monétaires contrôlent la circulation fiduciaire afin de préserver la valeur interne de la monnaie et la confiance du public dans la monnaie. De plus, le système monétaire international ne laisse quasiment aucune autonomie à la politique monétaire puisqu'il impose, dans le cadre de l'étalon-or, de préserver la valeur externe de la monnaie et de satisfaire la convertibilité-or de la monnaie. Du côté du budget, l'équilibre est la règle : l'apparition de déficits budgétaires s'explique généralement par des dépenses exceptionnelles (militaires en particulier) et la résorption des déficits est une priorité économique, indépendamment de l'état de la conjoncture. Si l'augmentation des dépenses publiques peut s'observer dans le contexte de certaines crises économiques, il s'agit bien d'exceptions. Par exemple, le plan Freycinet (1879) en France a pu apparaître comme « une préfiguration des politiques de soutien de la demande globale, qui seront appliquées un demi-siècle plus tard pour lutter contre la dépression des années 1930 » (Asselain). Néanmoins, il prend fin en 1882 du fait de ses conséquences sur les finances publiques françaises, alors que la Grande dépression ne s'achèvera qu'à partir de 1892.

Ainsi, les politiques budgétaires et monétaires menées sont conformes aux modèles classique et néo-classique, en particulier à la théorie quantitative de la monnaie et à la loi de Say.

La révolution keynésienne (Keynes (1930, 1936)) va avoir une influence décisive dans la façon de conduire les politiques monétaires et budgétaires. Elle va en effet remettre en cause :

- l'orthodoxie monétaire selon laquelle la quantité de monnaie en circulation doit être régulée de façon à satisfaire les besoins en monnaie d'une économie dont le volume des transactions augmente en fonction de la croissance de l'offre dans la sphère réelle et,
- l'orthodoxie budgétaire selon laquelle des dépenses publiques minimales, justifiées dans le cadre d'une politique structurelle notamment du fait de l'existence de certaines

défaillances du marché, doivent être financées par des prélèvements obligatoires dans le strict respect de l'équilibre budgétaire.

Au contraire, dès lors, ainsi que l'affirme Keynes, que l'économie fait face, au niveau macroéconomique, à une contrainte de débouchés et qu'existe une préférence pour la liquidité, les objectifs des politiques monétaires et budgétaires deviennent la stimulation de l'activité économique et la lutte contre le chômage involontaire. Avec la théorie keynésienne naissent donc les politiques conjoncturelles (**encadré**) de régulation de la demande.

L'influence keynésienne sur les politiques budgétaires et monétaires ne se manifeste toutefois pas immédiatement. En particulier, le New Deal ne peut être considéré comme relevant d'une politique keynésienne. Les dépenses de l'Etat (politique de grands travaux, dépenses sociales...) augmentent certes fortement à partir de 1933 mais elles s'accompagnent d'augmentations d'impôts et, si des déficits budgétaires apparaissent, ils ne sont pas volontaires. Or, une relance budgétaire keynésienne repose sur un déficit budgétaire volontaire – même si le théorème d'Haavelmo (1945) montre que le multiplicateur est égal à 1 lorsqu'une augmentation des dépenses publiques est strictement compensée par une augmentation des recettes. Concernant la politique monétaire, deux points doivent être soulignés. D'une part, la politique monétaire est considérée par Keynes comme moins efficace que la politique budgétaire, voire totalement inefficace lorsque le climat des affaires est particulièrement déprimé et qu'un phénomène de trappe à liquidité apparaît. D'autre part, plutôt qu'à une politique keynésienne de stimulation de l'investissement, l'accroissement rapide de la masse monétaire qui s'observe à partir de 1933 peut correspondre :

- à une politique de lutte contre la déflation cohérente avec la théorie quantitative de la monnaie (Friedman),
- à un objectif de lutte contre la crise bancaire (crise de liquidité),
- ou à la contrepartie des entrées d'or qui suivent l'abandon de l'étalon-or.

Encadré : Quels termes pour une classification des politiques économiques ?

Parmi les politiques économiques, il est usuel de distinguer les politiques *conjoncturelles* et les politiques *structurelles*. Les premières sont constituées principalement des politiques monétaires et budgétaires et visent la régulation de la conjoncture. Les secondes agissent sur les structures économiques et sont constituées par exemple de la politique industrielle ou de la politique commerciale. Dans la mesure où l'on peut distinguer un trend de croissance économique à long terme et des fluctuations de l'activité autour de ce trend, les politiques conjoncturelles doivent permettre de lutter contre le cycle (politiques dites contracycliques), donc de rapprocher l'économie de son état d'équilibre de long terme. L'horizon de la politique conjoncturelle est alors le court terme et celui de la politique structurelle le (très) long terme. Cette approche convient parfaitement à une situation où la régulation de la demande permet de lutter contre le chômage ou l'inflation, vus comme des déséquilibres macroéconomiques de court terme.

Cependant, les objectifs des politiques monétaires et budgétaires ne sont pas nécessairement de réguler la conjoncture. Par exemple, la politique monétaire peut viser la stabilité des prix (à moyen terme) et la politique budgétaire la diminution de la dette publique, et cela indépendamment des fluctuations de l'activité : ces politiques sont alors qualifiées de *passives*, par opposition aux politiques *actives* cherchant à agir sur les fluctuations de l'activité économique. Parallèlement, la résorption des déséquilibres macroéconomiques

peut nécessiter des politiques structurelles ; c'est le cas en particulier de la lutte contre le chômage structurel. Dans ce cas, une distinction entre politiques macroéconomiques et politiques microéconomiques pourra être préférée à celle entre politiques conjoncturelles et politiques structurelles. Les politiques *macroéconomiques* (budgétaires et monétaires) visent à agir sur le rythme et la dynamique de l'économie dans son ensemble. Les politiques *microéconomiques* cherchent à modifier les conditions de l'offre et de la demande dans des secteurs (de l'énergie, des transports...) et sur des marchés (marché du travail, marchés financiers...) spécifiques.

Source : D'après Kempf H. (2013), « Le cadre théorique de la politique économique : quelles évolutions ? », *Problèmes économiques*, Hors-série, n°4, septembre 2013.

2-. La domination des politiques contracycliques dans les trente glorieuses

Le début des trente glorieuses ne coïncide pas encore avec des politiques budgétaires et monétaires pouvant être qualifiées de politiques contracycliques inspirées de l'analyse keynésienne.

Dans les pays européens, le contexte de la reconstruction est celui d'une insuffisance de capacités de production en partie détruites par la guerre faisant face à une tendance forte à la croissance de la demande (investissement des entreprises et consommation des ménages). Les déséquilibres macroéconomiques internes (inflation, déficits budgétaires) et externes (déficits courants) nécessitent alors des politiques restrictives récurrentes.

Asselain (2010) affirme dès lors, dans le cas de la France, que l'« expérience de la IV^e République n'évoque que de très loin l'avènement d'une 'régulation keynésienne' [...] ». En effet, même si l'alternance de plans d'austérité (plans Mayer (1948), Pinay (1952), Gaillard (1957)) avec des plans de relance (plans Faure (1953-1955)) peut laisser penser à une politique de régulation du cycle, les politiques visant à limiter les tensions inflationnistes et l'accroissement des déficits budgétaires (systématiques jusqu'en 1959) dominent à cette époque. Les instruments les plus souvent mobilisés lors de ces politiques sont : abaissement du plafond d'escompte et relèvement du taux d'escompte sur le plan monétaire, diminution des dépenses publiques (subventions...) sur le plan budgétaire, blocages de prix et de salaires.

Le contexte géopolitique a également des conséquences importantes dans la plupart des pays, y compris aux Etats-Unis, dans la mesure où il implique des chocs exogènes (guerre de Corée (1950-1952), guerre d'Indochine (1946-1954), guerre d'Algérie (1954-1962)...) et imposent des décisions budgétaires et monétaires indépendantes de l'état de la conjoncture.

A partir du début des années 1960, les politiques monétaires et budgétaires deviennent plus clairement des politiques de réglage fin (*fine tuning*) de la conjoncture. Appelées également politiques de *Stop and Go*, elles alternent politiques de stimulation de l'activité (*Go*) lorsque l'activité économique ralentit et que le chômage augmente, et politiques restrictives (*Stop*) lorsque des tensions inflationnistes se manifestent, s'accompagnant éventuellement d'une dégradation de la balance courante.

En France, le plan d'austérité Pinay-Rueff (1958-1960) est suivi du plan de relance Debré (1961-1962), du plan de stabilisation Giscard d'Estaing (1963-1965) puis d'un nouveau

plan de relance Debré (1966-1967) et d'un nouveau plan d'austérité Giscard d'Estaing (1969).

Aux Etats-Unis, l'arrivée de Kennedy à la présidence ouvre une période de nouvelles politiques économiques (*New Economics*) qui tranche avec les politiques de l'administration Eisenhower privilégiant la lutte contre l'inflation et les déficits budgétaires. L'ère Kennedy-Johnson est en effet marquée, entre 1961 et 1965, par une baisse des taux d'intérêt, une montée des dépenses publiques, dans les domaines spatial (programme Apollo), militaire (guerre froide, guerre du Vietnam) et social (Medicaid, Medicare), et une baisse des impôts (le taux marginal supérieur de l'impôt sur le revenu passe de 90% à 70%). Le déficit budgétaire, instrument de la politique de relance, se creuse jusqu'en 1962 puis se résorbe avec le retour d'une croissance soutenue du PIB, conformément aux prédictions keynésiennes. Cette politique expansionniste est remise en cause à partir de 1966 du fait de l'accroissement des déficits budgétaires (guerre du Vietnam) et de la montée de l'inflation (progression rapide des salaires) : le taux des fonds fédéraux, maintenu en dessous de 3% jusqu'en 1964, atteint 6% en 1966 et la politique budgétaire devient également plus restrictive (remontée des impôts).

L'affirmation des politiques contracycliques bénéficie à cette époque des développements de la théorie économique.

La relation empirique de Phillips (1958), liant négativement le taux de croissance des salaires et le taux de chômage, conduit rapidement (Samuelson et Solow (1960)) à la relation inverse entre taux d'inflation et taux de chômage – pour un taux de croissance de la productivité du travail donné. Cette relation vient compléter le modèle keynésien (reposant traditionnellement sur une hypothèse de rigidité des prix et des salaires). Simultanément, elle apporte une justification supplémentaire aux politiques de Stop and Go puisqu'elle ouvre la possibilité d'un arbitrage entre inflation et chômage. Samuelson et Solow (1960) précisent même les termes exacts de cet arbitrage pour les Etats-Unis des années 1960 : la croissance de la productivité du travail étant de 2.5% en moyenne, un objectif de stabilité des prix (inflation nulle) implique un taux de chômage de 5 à 6% et un taux de chômage de 3% nécessite d'accepter une inflation de 4 à 5% par an.

L'influence de la courbe de Phillips sur la politique conjoncturelle est d'autant plus importante qu'une tendance à l'augmentation de l'inflation apparaît dans la deuxième moitié des années 1960 dans l'ensemble des pays développés (à l'exception de la RFA). Si un compromis de long terme est possible entre inflation et chômage, l'augmentation du chômage (proche de 7% aux Etats-Unis en 1961) justifie une politique expansionniste et l'accélération de l'inflation (proche de 4% aux Etats-Unis en 1966 et dépassant 5% en 1969) justifie des politiques de stabilisation.

B- Les critiques théoriques et l'inefficacité des politiques keynésiennes dans les années 1970

1- Les critiques de la théorie et des politiques keynésiennes

Le recul des politiques conjoncturelles d'inspiration keynésienne à partir des années 1970 fait suite aux critiques théoriques à l'encontre de la macroéconomie keynésienne. Ces critiques apparaissent très tôt, dès les années 1950, et se multiplient dans les années 1960 pour se radicaliser dans les années 1970-80.

Un point de la critique consiste en la réhabilitation de la politique monétaire par le courant monétariste, dont le chef de file est Milton Friedman. Le scepticisme de Keynes à l'égard de l'efficacité de la politique monétaire s'est en effet perpétué chez les néo-keynésiens de l'après-guerre qui considèrent, dans le cadre du modèle IS-LM, que la pente de LM est faible – voire nulle dans le cas la trappe à liquidité – et que, au contraire, la pente de IS est forte – voire que IS est verticale, ne dépendant pas du taux d'intérêt mais uniquement des variations de la demande (effet d'accélérateur). Or, l'étude empirique de Friedman et Schwartz (1963), *Histoire monétaire des Etats-Unis, 1867-1960*, amène les auteurs à conclure que les fluctuations de la masse monétaire expliquent la plupart des fluctuations de l'activité économique. Dès lors, le monétarisme (terme introduit par Karl Brunner en 1968) se définira comme le courant accordant un rôle essentiel à l'influence de la monnaie sur d'autres variables économiques comme le PIB ou le niveau général des prix.

Parallèlement, plusieurs travaux contribuent à discréditer les politiques conjoncturelles. Notamment :

- la critique de la fonction de consommation keynésienne par Friedman (1957) : si la consommation dépend du revenu permanent et non du revenu courant, alors la stimulation du revenu courant issue d'une politique expansionniste s'accompagne d'un accroissement du taux d'épargne (baisse de la propension à consommer) qui affaiblit l'effet multiplicateur de la relance,

- la critique de la courbe de Phillips (Phelps (1967), Friedman (1968)) : en supposant qu'une politique monétaire expansionniste ait des effets inflationnistes, la baisse du chômage permise par cette politique n'est due qu'à une illusion monétaire des salariés (qui augmentent leur offre de travail), laquelle disparaît progressivement (anticipations adaptatives). Le taux de chômage revient alors à son « taux naturel », indépendant du taux d'inflation. La courbe de Phillips (augmentée) est verticale à long terme : il y a un arbitrage temporaire entre inflation et chômage mais il n'y a pas d'arbitrage permanent,

- la critique de la bienveillance et de l'omniscience de l'Etat. D'une part, un aspect de la remise en cause générale de la légitimité de l'action de l'Etat par l'Ecole du Public Choice concerne la possibilité que les politiques budgétaire et monétaire soient utilisées à des fins électorales : cette critique, qui est présente chez Friedman, débouchera sur la théorie des cycles politico-économiques (Nordhaus (1973)). D'autre part, la mise en œuvre d'une politique contracyclique se heurte au problème de la connaissance de l'état exact de la

conjoncture : quelles sont l'ampleur et la longueur exactes de la récession (ou de l'expansion) dans laquelle se situe l'économie aujourd'hui ? En particulier, les délais de reconnaissance (de l'état de la conjoncture), auxquels il faut ajouter les délais administratifs (nécessaires pour mettre en œuvre la politique conjoncturelle, en particulier budgétaire) et externes (délais de réalisation des effets macroéconomiques sur la consommation ou l'investissement), risquent, contrairement au but poursuivi par les politiques contracycliques, d'amplifier le cycle. Par exemple, une politique budgétaire peut s'avérer plus restrictive que ne l'aurait justifié l'emballlement de l'investissement ou produire ses effets alors qu'un choc exogène a déjà eu pour conséquence un ralentissement économique. Ce risque de procyclisme est suffisant, selon Friedman (1948), pour justifier du rejet des politiques discrétionnaires au profit de politiques de règles.

L'émergence de la Nouvelle Ecole Classique (NEC) à partir des années 1970 (Lucas (1972)) radicalise davantage la critique des politiques conjoncturelles keynésiennes. Dans le cadre d'une approche macroéconomique à fondements microéconomiques, l'introduction d'une hypothèse d'anticipations rationnelles dans des modèles d'équilibre général (prix flexibles) avec arbitrage intertemporel amène à conclure à l'inefficacité des politiques conjoncturelles y compris à court terme.

Si l'inflation est un phénomène monétaire et les anticipations sont rationnelles alors un accroissement de la masse monétaire n'aura d'effet sur l'activité économique et l'emploi que s'il n'est pas anticipé (par les salariés) : seule une politique monétaire « surprise » (non anticipée) est efficace (Sargent et Wallace (1976)). Or, le fait que les autorités monétaires usent d'une telle politique constitue une information que les salariés intègrent dans leurs anticipations : la probabilité que l'inflation future soit forte augmente ce qui pousse les salariés à exiger des salaires plus élevés pour maintenir leurs salaires réels. Les agents économiques ne faisant pas d'erreurs systématiques d'anticipation (ils ne sont pas victimes d'illusion monétaire), l'utilisation répétée de stimulations monétaires (chocs monétaires) est de moins en moins efficace : l'offre de travail, donc le produit, augmentent de moins en moins.

Du côté de la politique budgétaire, de nouvelles critiques apparaissent également.

La théorie de l'équivalence ricardienne (Barro (1974)) conclut à la neutralité des déficits budgétaires (aucun effet sur le PIB) car les ménages augmentent leur épargne d'un montant équivalent au déficit budgétaire. Ce surcroît d'épargne s'explique par l'anticipation des impôts supplémentaires qui seront nécessaires dans le futur pour rembourser la dette publique. Outre l'hypothèse d'anticipations rationnelles, le modèle suppose un altruisme intergénérationnel (les impôts futurs anticipés affectent l'épargne courante des ménages même pour les impôts qui devront être versés dans un futur très lointain) et des marchés de capitaux parfaits (les agents économiques peuvent emprunter et prêter sans limites). Sous ces conditions, la relance budgétaire est inefficace.

La théorie des cycles réels (Kydland et Prescott (1982)) explique les fluctuations économiques par des chocs (exogènes) touchant la sphère réelle (choc de productivité, choc pétrolier...). Les agents économiques anticipent les conséquences d'un choc sur la rentabilité présente et future de leur activité. Ils répondent alors en modifiant leur arbitrage intertemporel, par exemple en augmentant leur offre de travail aujourd'hui et en la diminuant demain (chômage volontaire). D'où l'alternance d'accélération et de ralentissements de la croissance du PIB. Les cycles sont ici des cycles d'équilibre (le PIB effectif est

confondu avec le PIB potentiel). Une action budgétaire (ou fiscale) pour contrer le cycle est alors injustifiée.

2- Malgré la stagflation les politiques de régulation de la demande se poursuivent dans les années 1970

Si la remise en cause théorique des politiques keynésiennes s'affirme dès la fin des années 1960 et le début des années 1970, son influence sur la conduite des politiques macroéconomiques ne se manifeste qu'avec la remise en cause empirique, et cela progressivement à partir du milieu des années 1970.

Dans les années 1970, les politiques budgétaires et monétaires restent majoritairement des politiques alternant relance et austérité. Toutefois, elles ne semblent plus correspondre à un objectif clair de régulation conjoncturelle mais plutôt à des hésitations et revirements qui témoignent d'un « véritable désarroi face à une conjoncture inédite, qui reçoit le nom de 'stagflation' » (Asselain (2010)). L'arbitrage inflation-chômage ne peut en effet plus servir de support aux politiques conjoncturelles alors que s'observent simultanément une chute de la croissance du PIB, une montée du chômage et une forte accélération de l'inflation avec le premier choc pétrolier (prix du pétrole multipliés par 4).

En France, la relance Chirac (1975), qui fait suite au plan de stabilisation Fourcade de 1974 (hausse de l'impôt sur les sociétés, resserrement de l'encadrement du crédit...), est centrée sur les dépenses publiques et les incitations fiscales : hausse de l'investissement public (accompagné par celui des Grandes entreprises nationales) et dépenses sociales, déductions fiscales pour soutenir l'investissement privé... Cette relance coïncide avec celles menées dans d'autres pays, notamment en Allemagne, dès 1974, et aux Etats-Unis par Ford (1975), où l'on observe une augmentation des déficits publics. Les politiques monétaires accompagnent ces relances budgétaires : les masses monétaires augmentent et les taux d'intérêt réels deviennent négatifs, sauf en RFA où la politique monétaire s'oriente vers la lutte contre l'inflation dès 1974.

La reprise économique de 1976 et le maintien d'une inflation élevée conduisent à un retournement des politiques macroéconomiques, malgré la poursuite de la progression du chômage ou son maintien à un niveau élevé. En France, le plan Barre (1976) est un plan d'austérité budgétaire et fiscale, en cohérence avec l'orientation budgétaire restrictive des autres pays, en particulier le Royaume-Uni. Parallèlement, même si des objectifs de croissance de la masse monétaire sont désormais publiés (conformément aux prescriptions monétaristes) et si l'encadrement du crédit resserré, la politique monétaire française reste relativement peu contraignante : comme dans les autres pays de l'OCDE (à l'exception de la RFA), les taux d'intérêt réels restent proches de zéro.

Le maintien de taux de chômage élevés incite les pays de l'OCDE, sous l'impulsion des Etats-Unis, à lancer en 1978 un « Programme d'action concertée », la RFA acceptant de jouer le rôle de 'locomotive' en Europe. Cette relance budgétaire coordonnée est le dernier événement caractéristique d'une période où les politiques macroéconomiques étaient dominées par la politique budgétaire de régulation de la demande. En dehors de la RFA, traditionnellement attachée à la lutte contre l'inflation depuis l'expérience de l'hyperinflation de 1923, et de manifestations assez marginales de l'influence monétariste (plan Barre), les politiques conjoncturelles des années 1970 restent en effet dans une large mesure marquées par les idées keynésiennes.

C- Le 2^e choc pétrolier et l'arrivée de Volcker à la tête de la Fed marquent un tournant en 1979

1- . Les politiques monétaires restrictives et le pragmatisme budgétaire américain

En 1979, le second choc pétrolier (prix du pétrole multiplié par 3) et la nomination de Paul Volcker à la tête de la Réserve fédérale américaine mettent fin aux tentatives de relances de la demande par le déficit budgétaire, exception faite de l'expérience française de 1981-82.

L'influence monétariste va alors dominer la conduite des politiques macroéconomiques. L'inflation n'est plus vue comme un mal nécessaire mais comme le mal absolu. Elle est considérée comme un phénomène monétaire (accroissement excessif de la masse monétaire) : selon la formule de Friedman, « l'inflation est partout et toujours un phénomène monétaire ». La priorité est donc à la politique monétaire. Celle-ci est une politique de règle qui repose sur la fixation d'un objectif intermédiaire (*encadré*) de croissance des agrégats monétaires, dont la publication doit permettre d'orienter les anticipations vers une norme d'inflation basse, limitant ainsi les exigences des salariés et, par conséquent, le risque de spirale prix-salaires.

Quant aux politiques budgétaires, elles se tournent vers deux objectifs : la résorption des déficits budgétaires et la réduction des prélèvements obligatoires (la combinaison des deux objectifs supposant évidemment une forte réduction des dépenses publiques).

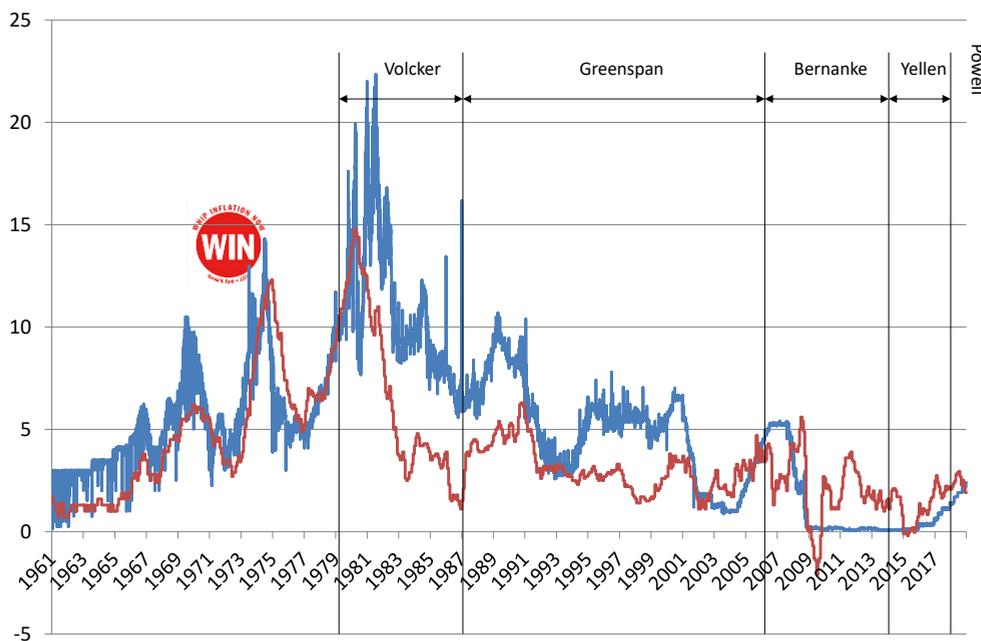
Outre l'inefficacité des déficits budgétaires dans la lutte contre le chômage et les travaux théoriques des auteurs monétaristes et de la nouvelle école classique, deux arguments supplémentaires motivent la rigueur budgétaire à la fin des années 1970. D'une part, la multiplication des déficits budgétaires à partir de 1975 a entraîné, en particulier en RFA, une montée des dettes publiques dont le coût prend une place croissante dans les dépenses publiques avec la montée des taux d'intérêt ; ce qui peut déboucher sur un effet boule de neige. D'autre part, les déficits budgétaires sont susceptibles d'entrer en contradiction avec la priorité accordée à la lutte contre l'inflation s'ils poussent à la création monétaire afin de faciliter leur financement.

Concernant la réduction des prélèvements obligatoires, elle est motivée par les politiques de l'offre qui s'imposent avec la 'révolution conservatrice', symbolisée par l'arrivée au pouvoir de Thatcher au Royaume-Uni (1979) et Reagan aux Etats-Unis (1980). Si une part importante de cette révolution repose sur la politique structurelle (privatisations, déréglementations), elle s'appuie également sur l'idée que les prélèvements créent des effets désincitatifs sur l'offre (offre de travail et épargne), donc nuisent à la croissance économique. Cette idée, cohérente avec la théorie classique et néo-classique (courant monétariste et nouvelle école classique inclus), se trouve renforcée à cette époque par l'Ecole de l'offre, notamment au travers de la courbe de Laffer.

Cependant, si les principes guidant la politique monétaire s'imposent dans les faits, les politiques budgétaires vont être plus ambiguës, au moins pour les Etats-Unis. La politique monétaire restrictive menée par Paul Volcker pousse les taux d'intérêt nominaux puis

réels (l'inflation chutant dès 1980) à des niveaux record (**graphique**) ce qui renforce la récession entamée avec le second choc pétrolier et crée une montée brutale du chômage (de 6% de la population active en 1979 aux Etats-Unis à plus de 10% en 1982). Dès lors, le jeu des stabilisateurs automatiques favorise l'accroissement des déficits budgétaires : à politique budgétaire inchangée, la diminution du PIB réduit les recettes de l'Etat (impôts, taxes...) alors que les dépenses ne diminuent pas, voire augmentent dans le cas des dépenses sociales. De plus, la réduction des dépenses publiques s'avère difficile à réaliser au moins à court-moyen terme alors qu'une baisse des prélèvements peut être immédiate. Dans le cas des Etats-Unis, la réforme fiscale qui débute en 1981 (Economic Recovery Tax Act) et qui implique notamment la baisse des impôts sur les sociétés et sur le revenu (le taux marginal supérieur de l'impôt sur le revenu tombera à 28% en 1986) coïncide avec une augmentation des dépenses militaires. Le résultat est le creusement du déficit budgétaire (supérieur à 5% du PIB en 1982-83) qui va contribuer à l'expansion de l'économie américaine entre 1983 et 1989 et, paradoxalement, rappelle la relance keynésienne de l'ère Kennedy-Johnson.

Graphique : Taux d'intérêt des fonds fédéraux (*bleu*) et taux d'inflation (*rouge*) (Etats-Unis)



Sources : Réserve fédérale des Etats-Unis et OCDE

Encadré : La politique monétaire et la politique de change, leurs objectifs, leurs instruments

La politique monétaire (interne) consiste à réguler la quantité de monnaie en circulation afin d'atteindre un ou plusieurs des objectifs finaux communs à toute politique macroéconomique, résumés par le carré magique de Kaldor (forte croissance du PIB, faible taux

de chômage, équilibre de la balance courante, stabilité des prix). Les délais nécessaires pour atteindre les objectifs finaux justifient souvent que les autorités monétaires visent des objectifs intermédiaires, supposés en relation stable avec les objectifs finaux. Il s'agit principalement :

- du taux d'intérêt à long terme, donc d'un coût de financement pour les agents économiques (entreprises, ménages, Etat), qui influence l'investissement, donc l'activité économique et l'emploi.

- de la croissance d'un agrégat monétaire plus ou moins large (M1, M2 ou M3), c'est-à-dire d'une mesure de l'augmentation de la masse monétaire (constituée de monnaie au sens strict et de quasi-monnaie), qui influence l'évolution du niveau général des prix.

Les instruments de la politique monétaire se séparent en deux catégories :

- les instruments de contrôle direct : plafond d'escompte (limite quantitative, pour chaque banque, au recours au refinancement au réescompte d'effets de commerce auprès de la banque centrale), encadrement du crédit (limite au volume de crédit que chaque banque est autorisée à octroyer) etc.,

- les instruments de contrôle indirect : réserves obligatoires (réserves en monnaie banque centrale que les banques doivent détenir en proportion de leurs activités bancaires), opérations d'achats et de ventes de titres sur le marché monétaire (politique dite d'*open market* pur : une vente de titres impliquant une ponction de liquidités, un achat impliquant une injection) ou opérations d'appel d'offre (lancés par la banque centrale auprès des banques de second rang) déterminant les taux (d'intérêt) directeurs de la banque centrale, etc.

La politique de change (politique monétaire externe) consiste à réguler la valeur externe de la monnaie (taux de change). Ses instruments sont :

- les interventions directes des autorités monétaires sur le marché des changes : un achat (une vente) de monnaie domestique contre des devises entraînant une appréciation (dépréciation),

- une action sur les taux directeurs : un relèvement (abaissement) des taux directeurs favorisant une entrée (sortie) de capitaux, donc une appréciation (dépréciation) de la monnaie domestique,

- le contrôle des changes : des règles plus ou moins strictes portant sur les possibilités de conversion de la monnaie domestique en devises limitent les sorties (ou les entrées) de capitaux, donc les fluctuations de la valeur externe de la monnaie.

2- . L'environnement international ne contraint pas tous les pays de la même façon

Outre la stagflation, l'autre rupture qui modifie l'exercice des politiques macroéconomiques à partir des années 1970 concerne l'environnement international, à la fois dans ses aspects commerciaux (importations, exportations), monétaires (taux de change) et financiers (mouvements de capitaux).

Dans le cadre de Bretton Woods, le régime de changes fixes imposait a priori une contrainte forte sur les politiques conjoncturelles. Un déficit (excédent) de la balance courante entraînait une dépréciation (appréciation) de la monnaie qui appelait une interven-

tion de la banque centrale sur le marché des changes synonyme, sur le plan interne, de politique monétaire restrictive (expansionniste). Toutefois, bien que l'ouverture commerciale était engagée depuis les accords du GATT (1947) et la signature du Traité de Rome pour les pays de la CEE (1957), la mondialisation commerciale n'était pas comparable à ce qu'elle sera à partir des années 1980-90 ; autrement dit, le multiplicateur keynésien restait assez élevé. De plus, le contrôle des capitaux autorisait des écarts de taux d'intérêt entre les pays et protégeait les gouvernements d'éventuels mouvements brusques de capitaux en réaction aux actions monétaires ou budgétaires. Enfin, la possibilité de recourir à des changements de parité (dévaluation, réévaluation) ou, pour les Etats-Unis, le privilège constitué par le rôle pivot du dollar, apportaient une souplesse supplémentaire pour la conduite de politiques de régulation conjoncturelle.

L'effondrement du système de Bretton Woods, la croissance des mouvements de capitaux internationaux et l'ouverture commerciale ont bouleversé ce cadre.

En théorie, un régime de changes flottants et une parfaite mobilité des capitaux conduisent à privilégier la politique monétaire : elle est plus efficace que la politique budgétaire, contrairement à la situation de changes fixes (modèle Mundell-Fleming). La comparaison des politiques menées au début des années 1980 par les Etats-Unis et la France permettent d'illustrer les mécanismes à l'œuvre.

Au début des années 1980, le dollar flotte et la mobilité des capitaux est forte entre les Etats-Unis le reste du monde. La politique monétaire restrictive à partir de 1979 pousse les taux d'intérêt à la hausse, ainsi que le dollar (entrées de capitaux). La chute de l'investissement et la perte de compétitivité change entraînent une récession et un déficit de la balance courante. Le déficit budgétaire se creuse (déficits jumeaux), d'abord du fait des stabilisateurs automatiques puis, à partir de 1982-83, du fait de la politique budgétaire expansionniste.

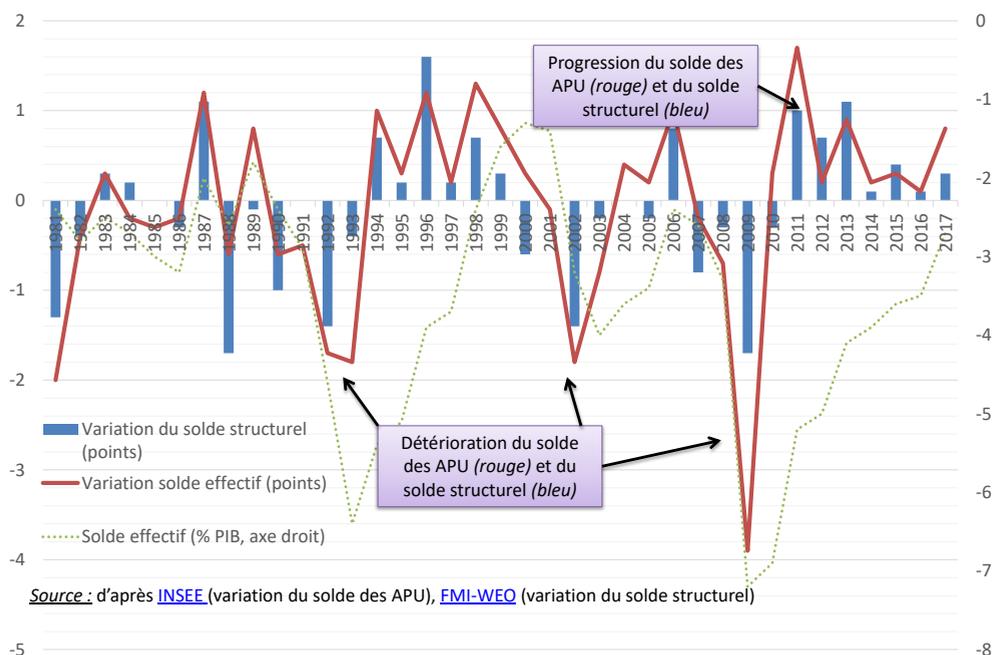
En France, le gouvernement Mauroy s'engage en 1981-82 dans une politique de relance budgétaire (créations d'emplois publics, fortes augmentations des prestations sociales). Cette politique se heurte à plusieurs contraintes externes. D'une part, la récession mondiale issue des politiques monétaires et budgétaires restrictives engagées dans les autres pays pèse négativement sur les exportations alors que dans le même temps la relance favorise une hausse des importations (le coût du pétrole étant, de plus, renforcé par l'appréciation du dollar), d'où une forte dégradation de la balance courante (déficit supérieur à 2% du PIB) (contrainte extérieure). D'autre part, les taux d'intérêt élevés pratiqués aux Etats-Unis et sur lesquels s'alignent les autres pays empêchent la France de conduire une politique monétaire accommodante ; ce qui n'évite toutefois pas les sorties de capitaux. Enfin, la tendance à la dépréciation écarte le franc de sa parité officielle au sein du SME (Système Monétaire Européen de changes fixes entré en vigueur en 1979). Les autorités françaises font d'abord le choix de recourir à la dévaluation (octobre 1981 puis juin 1982) avant de réorienter la politique macroéconomique dans un sens restrictif, donc d'abandonner la relance, à partir de 1983.

La France s'engage alors dans une politique de désinflation compétitive privilégiant la lutte contre l'inflation via :

- une politique monétaire de contrôle de la croissance des agrégats monétaires (avec abandon de l'instrument de l'encadrement du crédit au profit d'une politique d'*open market*, les taux directeurs devenant fixés dans le cadre de procédures d'appel d'offre auprès des banques),

- une politique de change axée sur le strict respect de la parité officielle au sein du SME (politique parfois appelée politique du franc fort dans la mesure où la recherche d'une désinflation importée justifie l'ancrage sur la monnaie forte du SME, c'est-à-dire le deutschmark),
- une politique de rigueur salariale (désindexation des salaires sur les prix),
- une politique de résorption du déficit budgétaire : le déficit structurel, indépendant des stabilisateurs automatiques, tend à diminuer à partir de 1983 (**graphique**), et son financement s'effectue principalement par émission d'obligations à long terme,
- à partir de 1986, une politique (structurelle) de déréglementation visant à modérer les prix et les salaires grâce à la pression d'une concurrence accrue.

Graphique : Variations du solde des administrations publiques (APU) et du solde structurel (France, 1981-2012, points de pourcentage du PIB par rapport à l'année précédente)



II- Diversité des politiques budgétaires et monétaires depuis le début des années 1990

A – En Europe, la politique monétaire reste exclusivement tournée vers la stabilité des prix et contraint la politique budgétaire

1- . La politique monétaire est soumise à un impératif de crédibilité et aux contraintes de la construction européenne et de la libre circulation des capitaux

Les politiques monétaires de règle tournées vers l'objectif unique de stabilité des prix se sont imposées dans les années 1980 et les taux d'inflation ont diminué fortement, notamment avec le contre-choc pétrolier de 1986. Toutefois, la recherche d'une plus grande efficacité de la politique monétaire de lutte contre l'inflation se poursuit. Le canal sur lequel l'attention s'est focalisée est celui des anticipations. En cohérence avec les conclusions de la NEC, la question de la crédibilité, définie de manière générale comme la capacité à influencer les anticipations des agents économiques, a conduit à l'indépendance des banques centrales (**encadré**).

Ce sera le cas de nombreux pays dans le monde au cours des années 1990 (Banque d'Angleterre (1997), Banque du Japon (1997)...) et plus particulièrement des pays entamant une marche vers l'Union Economique et Monétaire (indépendance de la Banque de France en 1993, de la Banque d'Espagne en 1994...), lesquels devant, conformément au Traité de Maastricht (1992), doter leurs banques centrales d'un tel statut. Le Système Européen des Banques Centrales qui entre en fonction en 1999 est alors constitué de Banques Centrales Nationales indépendantes et de la Banque Centrale Européenne elle-même indépendante et dont le statut, inspiré de celui de la Bundesbank (indépendante depuis le début des années 1950), lui confère le degré d'indépendance le plus élevé au monde.

Parallèlement l'objectif en matière d'inflation se fait plus précis : la norme devient un taux d'inflation à 2%.

Beaucoup de banques centrales ont adopté une politique de ciblage de l'inflation (la première est la Banque Centrale de Nouvelle-Zélande en 1990) consistant à fixer comme objectif final une valeur explicite (ou une fourchette cible) pour le taux d'inflation. Une telle politique ne nécessite pas la fixation d'objectifs intermédiaires. Elle est censée apporter transparence et responsabilisation de l'action des banques centrales.

Tout en s'orientant vers une norme de 2% d'inflation, certaines banques centrales, comme la Bundesbank ou la Banque de France, sont restées plus fidèles à l'approche monétariste en continuant à faire jouer un rôle central à l'objectif intermédiaire de crois-

sance de la masse monétaire. L'approche de la BCE (Banque Centrale Européenne, entrée en fonction en 1999) est similaire même si un ensemble d'indicateurs avancés d'inflation (évolution des salaires, des prix des matières premières...), appelé « 2^e pilier », est venu s'ajouter à l'objectif de croissance de l'agrégat monétaire M3 (fixé à 4.5% par an), ce dernier voyant son rôle progressivement s'affaiblir. Quant à l'objectif final poursuivi par la BCE, il a d'abord été une inflation inférieure à 2% puis de maintenir le taux d'inflation à « un niveau inférieur, mais proche de 2% ».

Une autre évolution importante dans la conduite de la politique monétaire depuis le début des années 1990 concerne la contrainte que font peser les mouvements de capitaux. Deux sous-périodes doivent être distinguées dans le cas de l'Europe : avant et après 1999.

Au sein du SME, la perte d'autonomie des politiques monétaires devient d'autant plus importante que : (i) le contrôle des changes est totalement aboli, pour la plupart des pays dès 1990 ; (ii) la tendance à la globalisation financière s'accroît au cours de cette période. De plus, le début de la période illustre les difficultés de la coordination des politiques macroéconomiques au sein de la zone monétaire européenne, difficultés qui se manifesteront ensuite à plusieurs reprises.

Une illustration de cette perte d'autonomie est donnée par la politique monétaire française au début des années 1990. Si l'alignement sur le mark et la politique monétaire allemande depuis le début des années 1980 a permis à la France de bénéficier de la crédibilité de la Bundesbank en matière de lutte contre l'inflation, la réunification allemande de 1990 oblige la France à mener une politique monétaire restrictive qui ne se justifie pas au regard de l'évolution de l'activité économique et de l'inflation (tableau). Face aux tensions inflationnistes, la Bundesbank relève ses taux d'intérêt. Les autorités monétaires françaises sont contraintes d'élever les taux directeurs à près de 10% pour éviter les sorties de capitaux et la dépréciation du franc. En 1992-93, face aux attaques spéculatives contre plusieurs monnaies européennes, certains pays sortent du SME (Italie, Royaume-Uni), d'autres dévaluent (Espagne, Portugal) mais la France lutte contre les anticipations de dévaluation en maintenant ses taux d'intérêt à des niveaux élevés, alors que fin 1992 son taux d'inflation devient inférieur à 2% pour la première fois depuis les années 1960.

Tableau : La Réunification allemande, données macroéconomiques (France, Allemagne)

		1990	1991	1992
Taux d'intérêt nominal à court terme	France	10.3	9.6	10.3
	Allemagne	8.5	9.2	9.5
Taux d'inflation	France	3.2	3.2	2.4
	Allemagne	2.7	4.0	5.1
Taux de croissance du PIB (prix constants)	France	2.6	1.0	1.5
	Allemagne	5.2	5.1	1.9

Source : OCDE

Les pays européens expérimentent donc pleinement, au début des années 1990, comme les pays émergents un peu plus tard (Mexique, pays asiatiques...), la contrainte forte qui pèse sur la politique monétaire lorsqu'un pays combine système de change fixe et forte mobilité des capitaux (sommet du triangle des incompatibilités de Mundell correspon-

dant à une perte totale d'autonomie de la politique monétaire). Dans ce cadre, la crédibilité dont les autorités monétaires doivent faire preuve est d'abord une crédibilité à l'égard des opérateurs sur les marchés capitaux afin de leur garantir à court-moyen terme une rentabilité suffisante des placements libellés en monnaie domestique.

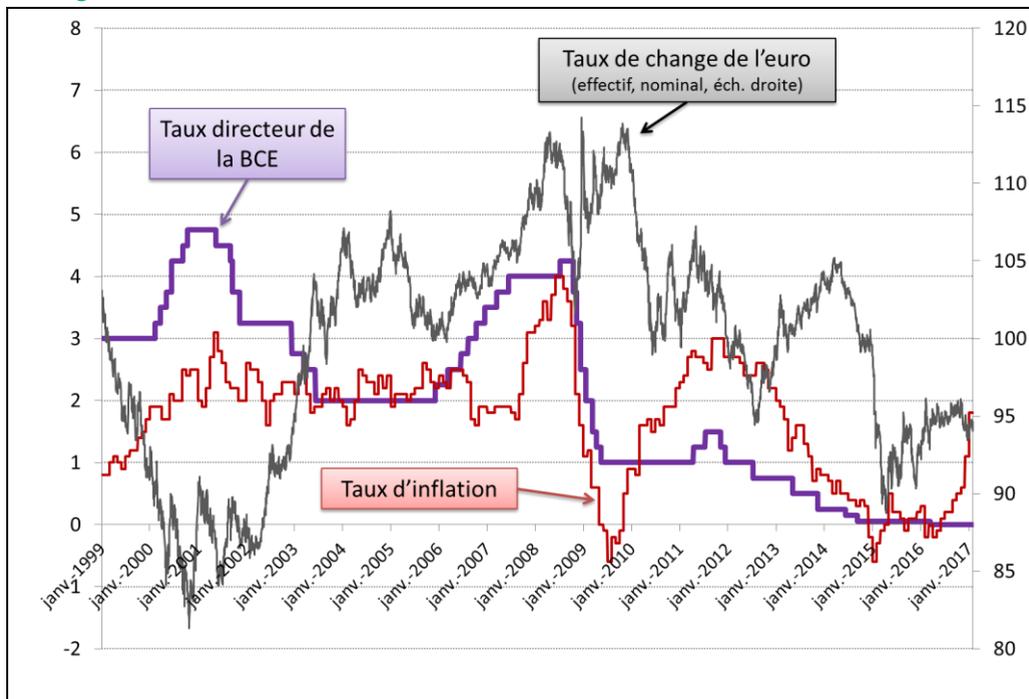
Dans le cas des pays qui adopteront l'euro en 1999, cette crédibilité va être de plus en plus forte après la crise du SME de 1992-93 : l'Union Economique et Monétaire (UEM) (donc la fixation irrévocable des taux de change) devenant une quasi-certitude, les anticipations de dévaluation disparaissent. Puisque, de plus, les taux d'inflation en Europe tendent vers 2%, les taux directeurs des banques centrales des pays du SME diminuent progressivement.

A partir de 1999, il y a disparition des politiques monétaires nationales pour les pays entrant dans la zone euro. La politique monétaire, commune à tous les pays de la zone et menée par la BCE, retrouve alors théoriquement une grande autonomie puisque l'euro n'appartient à aucun système de changes de fixes. Comme nous l'avons vu, la BCE use de cette autonomie en recherchant la stabilité des prix, objectif qui lui est assigné par l'Article 105 du TFUE (Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne), et non en menant une politique discrétionnaire de régulation de l'activité économique.

Que devient la politique de change dans l'UEM ? Officiellement, la BCE, qui *de facto* mène la politique de change, laisse flotter l'euro. Toutefois, une dépréciation de l'euro génère une inflation importée ce qui explique que la valeur externe de l'euro puisse être une préoccupation pour la BCE. Ainsi, les interventions directes sur le marché des changes en septembre-novembre 2000 (achats d'euros contre devises) s'observent alors que le taux d'inflation progresse et que l'euro se déprécie ([graphique](#)). De plus, le taux de change restant très sensible aux mouvements de capitaux, une augmentation des taux directeurs de la BCE favorise une désinflation mais également une appréciation de l'euro (entrées de capitaux) qui elle-même crée une désinflation importée.

Une politique empêchant la dépréciation de l'euro (ou politique d'« euro fort ») est donc une politique de change cohérente avec une politique monétaire dont l'objectif unique est la stabilité des prix. Elle s'inscrit par ailleurs dans la continuité des politiques de désinflation compétitive qui avaient été mises en place dans les années 1980.

Graphique : Taux directeur de la BCE, Taux d'inflation (zone euro, 18 pays) et Taux de change effectif de l'euro



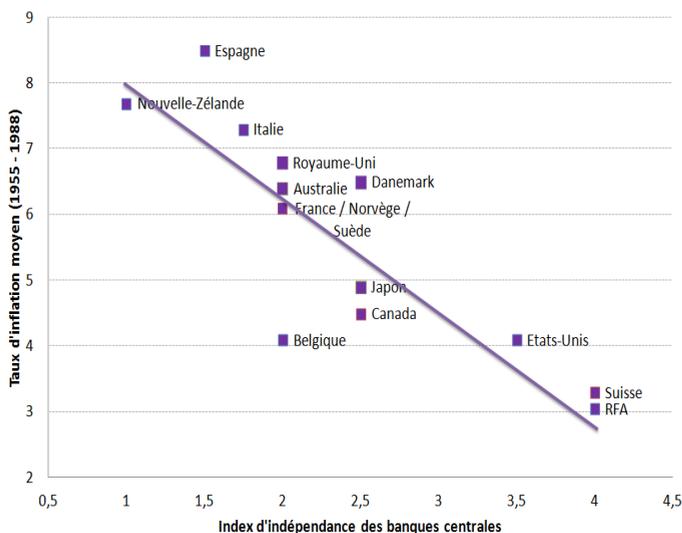
Source : d'après les données de la Banque Centrale Européenne

Encadré : Incohérence temporelle et indépendance des banques centrales

Le problème des délais d'action de la politique conjoncturelle, donc le risque de procyclicalisme, avait déjà amené Friedman à plaider en faveur de politiques macroéconomiques de règles. Un argument supplémentaire a été apporté par Kydland et Prescott (1977) dans le cadre de la NEC. Supposons que les autorités monétaires annoncent qu'elles vont suivre une politique d'inflation nulle et que les salariés croient en cette annonce (ils anticipent une inflation nulle) : les salaires restent stables, ce qui place les autorités monétaires dans une situation permettant d'atteindre l'objectif de stabilité des prix. Supposons qu'à cette étape du jeu les autorités monétaires aient deux options : (i) respecter leur engagement ce qui conduit à une inflation nulle et à un taux de chômage égal à son niveau d'équilibre (taux de chômage structurel) ; (ii) rompre leur engagement ce qui conduit à une inflation plus élevée mais à un taux de chômage inférieur à son niveau d'équilibre. Dans la mesure où la préférence des autorités va vers la deuxième option (par exemple pour des raisons électorales), cet exemple traduit le problème de l'incohérence temporelle des politiques discrétionnaires, autrement dit l'incitation des autorités à ne pas respecter leurs engagements. Or, sous une hypothèse d'anticipations rationnelles, cette incitation est intégrée à l'ensemble d'information des salariés, immédiatement ou, du moins, rapidement après l'observation d'une 'tromperie', et, par conséquent, la politique monétaire de lutte contre l'inflation n'est pas crédible.

Adopter une règle de politique monétaire (telle qu'une croissance de la masse monétaire toujours nulle) est une solution au problème de l'incohérence temporelle. Toutefois, certaines évolutions économiques justifient de modifier la croissance de la masse monétaire, en particulier lorsque des chocs d'offre influencent le taux de croissance économique d'équilibre (croissance potentielle). Or, introduire la possibilité d'un changement de règle risque de faire ressurgir le problème de l'incohérence temporelle. Certes, la crédibilité peut être obtenue par la réputation (Barro et Gordon (1983) : la répétition du jeu entre les salariés et les autorités monétaires peut orienter les anticipations vers une norme d'inflation basse lorsque politique monétaire de lutte contre l'inflation est effectivement suivie de manière systématique. Cependant, la crédibilité acquise par la réputation peut nécessiter de mener des politiques très restrictives sur un temps relativement long.

Le cadre institutionnel qui s'est finalement imposé pour favoriser la crédibilité a consisté



à doter les banques centrales d'un statut d'indépendance, garantissant que la politique monétaire soit à l'abri des pressions politiques. A cette indépendance s'est fréquemment ajoutée la nomination à la tête de la banque centrale d'un gouverneur 'conservateur' (Rogoff (1985), c'est-à-dire réputé pour avoir une forte aversion à l'inflation (un exemple est donné par Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque

de France de 1993 à 2003 puis président de la Banque Centrale Européenne de 2003 à 2011).

Ce cadre favorise-t-il la faiblesse de l'inflation dans la réalité ? Bien que les résultats statistiques obtenus soient peu robustes (ainsi que le souligne Barro (1995)), plusieurs études ont montré qu'il existe une corrélation négative entre taux d'inflation et degré d'indépendance de la banque centrale (graphique). Toutefois, même dans le cas où cette relation inverse serait avérée, les doutes sur l'existence d'une causalité particulière ne disparaîtraient pas ; la causalité inverse étant en particulier une possibilité.

Source du graphique : Alesina et Summers (1993)

2- . Les politiques budgétaires sont dominées par la politique monétaire

A partir du début des années 1990, les politiques budgétaires en Europe subissent une contrainte renforcée par les choix guidant l'unification monétaire européenne.

Le début de la période, marquée par la réunification allemande et la récession américaine de 1990-1991, est caractérisé par des déficits budgétaires importants : en 1995, le besoin de financement des APU atteint 7.5% du PIB pour la zone euro (17 pays), 9.5% pour l'Allemagne et 5.5% pour la France. Ces déficits s'expliquent par les stabilisateurs automatiques mais aussi par la politique budgétaire (les soldes structurels tendent à se détériorer) : face à la récession et sous la contrainte de politiques monétaires restrictives, les politiques budgétaires s'orientent dans un sens expansionniste. Dit autrement, le policy mix est constitué de politiques monétaires restrictives et de politiques budgétaires expansionnistes.

L'augmentation des déficits et des dettes publiques va toutefois à l'encontre des critères de convergence fixés par le Traité de Maastricht (déficit public inférieur à 3% du PIB et dette publique inférieure à 60% du PIB). Après avoir atteint le point bas du cycle en 1993, les pays européens tendent alors à mener des politiques budgétaires restrictives qui, combinées aux effets favorables de l'expansion de la fin des années 1990, permettent une résorption des déficits publics et un ralentissement de la croissance des dettes publiques.

Le passage à la monnaie unique change peu le cadre institutionnel dans lequel sont menées les politiques budgétaires européennes. La marche vers un fédéralisme budgétaire n'est pas engagée. Il n'y a pas de politique budgétaire commune visant une régulation de la conjoncture européenne et permettant de faire face à des chocs symétriques (subits de manière homogène par tous les pays de la zone). La préservation du caractère national des politiques budgétaires peut se justifier par le fait que, la zone euro n'étant pas optimale, les politiques budgétaires constituent l'instrument permettant de faire face aux chocs asymétriques (certains pays entrant par exemple en récession alors que d'autres y échappent). Mais, les marges de manœuvre laissées aux différents pays dans ce cadre sont faibles. En effet, la coordination européenne des politiques budgétaires nationales consiste à poursuivre le respect des critères du Traité de Maastricht relatifs aux finances publiques, lesquels dominent les Grandes Orientations des Politiques Economiques (GOPE) et sont repris dans le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) adopté en 1997.

Au total, les textes européens imposent donc des politiques macroéconomiques de règles conformes aux idées monétaristes et de la NEC puisqu'elles sont fondées sur un rejet des politiques contracycliques. La stabilité des prix est l'objectif de la politique monétaire et un budget équilibré (à moyen terme) celui de la politique budgétaire.

Toutefois, dans la pratique, les politiques budgétaires discrétionnaires ne disparaissent pas en Europe : les déficits budgétaires restent utilisés afin de lutter contre les récessions, même lorsque cela implique d'enfreindre les règles européennes. Dès le début des années 2000, le retournement de la conjoncture qui fait suite à l'éclatement de la bulle Internet aux Etats-Unis, conduit l'Allemagne et la France à mener des politiques budgétaires expansionnistes (les déficits structurels se creusent) et à dépasser la limite des 3% du PIB pour le déficit public. Cette crise du PSC en 2003 révèle, plus généralement, à la

fois une déficience de l'organisation des politiques macroéconomiques au niveau européen et le fait que les gouvernements n'ont pas abandonné toute politique de lutte contre le cycle.

B.- Un policy mix spécifique aux Etats-Unis

1- . La politique monétaire semble suivre une règle de Taylor

En 1993, l'économiste John Taylor propose l'équation suivante permettant de décrire le comportement d'une banque centrale qui fixerait ses taux directeurs en accordant un certain poids à la lutte contre l'inflation et un certain poids au soutien de l'activité économique (ou, de manière équivalente selon la loi d'Okun, au soutien de l'emploi) :

$$i = r^* + \pi + \alpha. (\pi - \pi^*) + \beta. (y - y^*)$$

où i désigne le taux d'intérêt de la banque centrale, r^* le taux d'intérêt réel d'équilibre (long terme), π le taux d'inflation courant, π^* le taux d'inflation visé à long terme, $(y - y^*)$ l'écart par rapport à la croissance potentielle (« output gap ») et α et β les poids accordés par la banque centrale respectivement à la lutte contre l'inflation et au soutien de l'activité. Si l'économie est à l'équilibre ($\pi = \pi^*$; $y = y^*$), alors le taux d'intérêt pratiqué par la banque centrale est tel que le taux d'intérêt réel courant est égal au taux d'équilibre.

Plus α est élevé, plus la politique monétaire est restrictive (hausse de i) en réaction à une hausse de l'inflation. Plus β est élevé, plus la politique monétaire est expansionniste (baisse de i) en réaction à un ralentissement de l'activité (baisse de y).

D'après Taylor (1993), en supposant $r^* = \pi^* = 2$, la politique monétaire américaine à partir de 1987, date de l'arrivée d'Alan Greenspan à la tête de la Fed, est correctement décrite en considérant $\alpha = \beta = 0.5$. Il s'agit donc :

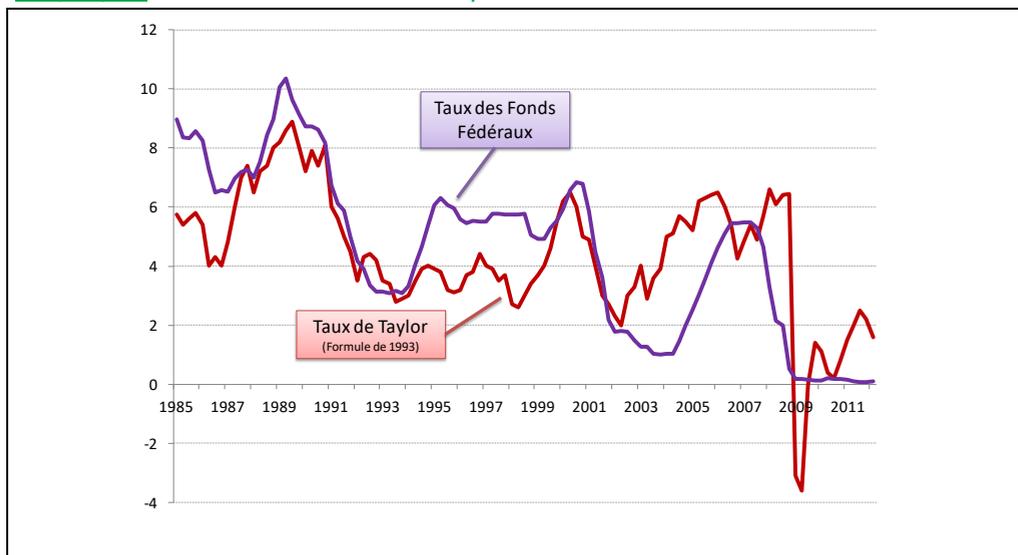
- d'une politique de règle mais active, c'est-à-dire visant à la stabiliser la conjoncture et se distinguant par conséquent des politiques de règle inactives préconisées par les monétaristes ou la NEC,

- d'une politique accordant autant de poids à la lutte contre l'inflation et à la régulation de la conjoncture ; conformément au Humphrey-Hawkins Act de 1978 assignant pour objectif au Système fédéral de réserve et au comité fédéral de l'open market « l'emploi maximum, la stabilité des prix et des taux d'intérêt à long terme modérés ».

Le taux d'intérêt issu de la formule de Taylor (1993) prédit effectivement assez bien le taux d'intérêt effectif de la banque centrale américaine de 1987 à 1993 ([graphique](#)). La politique monétaire est plus restrictive que la politique monétaire théorique de Taylor au début de la récession de 1990-91 : la Fed a d'abord accordé plus de poids aux tensions inflationnistes faisant suite à l'expansion de la fin des années 1980 et au choc d'offre négatif issu de la première guerre du Golfe (poussée des prix du pétrole) qu'aux effets négatifs sur la demande de la crise des caisses d'épargne (*savings et loans*) américaines (*credit crunch*) et de la chute de confiance des ménages et des entreprises. Mais le taux des fonds fédéraux diminue rapidement ensuite jusqu'en 1993. Malgré la forte expansion américaine à partir de 1992, la faiblesse de l'inflation (la « grande modération ») explique que le taux de Taylor est inférieur à 4% en moyenne jusqu'à la fin des années 1990. Alan Greenspan, qui dénonce l'« exubérance irrationnelle » des marchés financiers en 1996,

mène alors une politique monétaire plus restrictive dans la deuxième moitié des années 1990. Toutefois, se refusant à intégrer l'évolution du prix des actifs (cours des actions, prix de l'immobilier...) dans la conduite de la politique monétaire, il ne recherche pas à lutter contre le gonflement de la bulle Internet qui va éclater en 2000. En revanche, les tendances récessionnistes qui font suite à cet éclatement conduisent à une baisse brutale des taux pratiqués par la Fed (jusqu'à 1% en 2003). Cette politique monétaire très accommodante, parfois même qualifiée de laxiste, perdure jusqu'à la crise des subprimes en 2007 : les taux de la Fed remontent à partir de 2004 mais restent inférieurs au taux de Taylor.

Graphique : Taux de la Fed et Taux de Taylor



Source : Réserve fédérale des Etats-Unis et Federal Reserve Bank of New-York

2- . Le pragmatisme budgétaire n'est finalement pas remis en cause

Au début des années 1990, le déficit budgétaire fédéral américain est supérieur à 4% du PIB. L'arrivée de Clinton implique alors un tournant dans une politique budgétaire jusqu'alors souvent qualifiée de laxiste. L'objectif va désormais être la réduction des déficits budgétaires puis, avec le *Balanced Budget Act* de 1997, l'équilibre budgétaire.

La politique menée repose à la fois sur une rupture avec la politique de réduction des impôts de l'ère Reagan-Bush (l'*Omnibus Budget Reconciliation Act* de 1993 porte le taux marginal supérieur de l'impôt sur le revenu à 39.6%) et sur une baisse de dépenses structurelles. L'évolution du solde budgétaire, lequel redevient excédentaire en 1998, pour la première fois depuis 1969, n'est donc pas due seulement à l'expansion américaine (stabilisateurs automatiques) mais aussi à l'amélioration du solde structurel. Cette politique budgétaire combinée à une conjoncture favorable et des taux d'intérêt ayant baissé depuis la fin des années 1980 permet une baisse de 10 points du rapport dette publique / PIB dans la deuxième moitié des années 1990 (de 67% à 57%).

Le *policy mix* aux Etats-Unis dans les années 1990 est alors une politique budgétaire restrictive combinée à une politique monétaire accommodante en cas de menaces récessionnistes. Il est cohérent avec le consensus qui s'installe dans la théorie économique à cette époque (**encadré**) et accorde la priorité à la politique monétaire dans la régulation du cycle. Ce consensus est celui de la nouvelle synthèse reconnaissant à la fois les arbitrages intertemporels d'agents à anticipations rationnelles (macroéconomie des nouveaux classiques) et les rigidités de prix et de salaires à court terme (fondements microéconomiques apportés par les nouveaux keynésiens)

Encadré : Le consensus contemporain relatif à la politique macroéconomique

	Macroéconomie classique	Macroéconomie keynésienne	Monétarisme	Consensus contemporain
Une politique <u>monétaire</u> expansionniste peut-elle aider à lutter contre les <u>récessions</u> ?	Non	Pas réellement	Oui	Oui, sauf dans des circonstances spéciales (trappe à liquidité)
Une politique <u>budgétaire</u> expansionniste est-elle efficace pour lutter contre les <u>récessions</u> ?	Non	Oui	Non	Oui
La politique monétaire et/ou la politique budgétaire peut-elle réduire le <u>chômage à long terme</u> ?	Non	Oui (en acceptant une certaine inflation)	Non (chômage naturel)	Non (chômage d'équilibre)
La politique <u>budgétaire</u> devrait-elle être utilisée de manière <u>discrétionnaire</u> ?	Non	Oui	Non	Non, sauf dans des circonstances spéciales (risque de procyclisme)
La politique <u>monétaire</u> devrait-elle être utilisée de manière <u>discrétionnaire</u> ?	Non	Oui	Non	Encore en débat (règle ou discrétion ?)

Source : d'après Krugman P. et Wells R., *Macroéconomie*, De Boeck, 2009, p.823.

Avec la récession du début des années 2000, il y a cependant un retour du pragmatisme budgétaire. Au lieu de laisser à la politique monétaire et aux stabilisateurs automatiques le soin de lutter contre la récession, trois plans de relance sont votés sous l'administration Bush entre 2001 et 2003. Les baisses d'impôts couplées à la montée des dépenses militaires creusent le déficit budgétaire fédéral (supérieur à 3% en 2003 et 2004). Cette relance budgétaire, similaire aux précédentes dans ses modalités, permet de souligner à nouveau que les Etats-Unis bénéficient de leur taille et de leur position dominante dans le système monétaire et financier international, expliquant largement ce pragmatisme budgétaire. Ils sont moins soumis que la plupart des autres pays à la contrainte extérieure (taux d'ouverture faible) et peuvent financer leurs déficits à moindre coût (l'afflux de capitaux des pays émergents et des pays exportateurs de pétrole prenant, dans les années 2000, le relai des capitaux japonais et allemands qui avaient financé les déficits dans les années 1980).

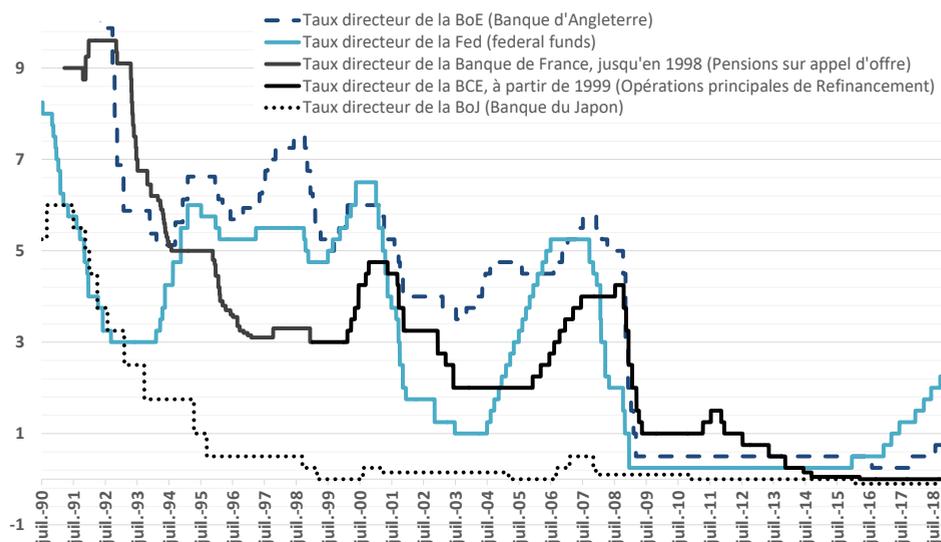
C – La crise de 2008 implique des changements dans les politiques budgétaires et monétaires

1- La mobilisation d'instruments de politique monétaire non conventionnels

Suite au déclenchement de la crise des *subprimes* à l'été 2007, Bernanke, Président de la Fed depuis 2006, entame dès le mois de septembre une baisse des taux ([graphique](#)) : le taux directeur des fonds fédéraux passe rapidement de 5.25% à 2% (avril 2008). Il s'inscrit ici dans la continuité de la politique monétaire de Greenspan : un choc susceptible d'avoir des conséquences sur la sphère réelle implique une politique monétaire expansionniste pour lutter contre la récession.

La réactivité de la politique monétaire américaine aux évolutions conjoncturelles tranche de nouveau avec la réactivité de la BCE aux évolutions de l'inflation. Le principal taux directeur de la BCE est d'abord maintenu à 4% puis est relevé d'un quart de point au cours de l'été 2008, la flambée des prix des produits de base (pétrole) étant considérée comme source de tensions inflationnistes. Ce n'est qu'avec la chute de l'inflation à l'automne 2008 que la BCE baisse à son tour le taux des opérations principales de refinancement, qui tombe à 1% en 2009 (contre 0.25% pour la Fed). Après un nouveau relèvement en 2011 (montée des prix énergétiques), le taux de la BCE rejoint celui de la Fed (0.25% en 2013 puis 0.05% en 2014 et 0.00 en 2016) quand le taux d'inflation devient inférieur à 1%.

[Graphique](#) : Taux d'intérêt directeurs des banques centrales (en %)



[Source](#) : d'après les données des banques centrales

Outre les baisses de taux, les banques centrales se lancent également dans des politiques monétaires qui vont être qualifiées de « non conventionnelles », car reposant sur le recours à des instruments inhabituels. D'une part, les conditions des opérations de refinancement des banques auprès de la banque centrale changent : élargissement des collatéraux que les banques apportent aux banques centrales pour bénéficier des prêts (les titres adossés à des créances hypothécaires pouvant par exemple faire partie de ces collatéraux), allongement de la durée des prêts consentis par les banques centrales (6 mois voire plus contre quelques semaines auparavant). D'autre part, les banques centrales se lancent dans des achats (sur le marché secondaire voire sur le marché primaire) de titres à long terme émis par divers agents économiques (entreprises, institutions financières, Etats), achats d'actifs caractéristiques d'une politique dite de *quantitative easing*. Le recours à ces instruments peut viser deux objectifs :

- préserver la stabilité du système financier lorsque les institutions financières, en particulier les banques, ont des difficultés à se refinancer ou à écouler les titres qu'elles détiennent,
- lutter contre la récession en facilitant le financement de l'économie grâce à une baisse des taux d'intérêt à long terme.

Dans le cas de la Fed, de la Banque d'Angleterre ou de la Banque du Japon, les achats d'actifs sont vus comme des instruments servant simultanément ces deux objectifs. Aux Etats-Unis, les trois programmes de *quantitative easing* lancés depuis novembre 2008 mêlent achats de titres adossés à des créances hypothécaires (potentiellement « toxiques ») pour soulager le bilan des banques et achats d'obligations du Trésor pour orienter les taux longs à la baisse. La politique d'achats d'actifs (longs) est complétée par un engagement à maintenir durablement la politique de taux directeurs faibles (*forward guidance*) afin d'orienter les anticipations vers des niveaux faibles de taux d'intérêt futurs.

Dans le cas de la BCE, les achats d'actifs visent à lutter contre les difficultés du secteur bancaire, la politique monétaire (de stabilité des prix) continuant à reposer sur les instruments traditionnels. Les achats d'actifs sont peu importants au début de la crise des subprimes. Ils augmentent avec le déclenchement de la crise grecque (mai 2010) : les achats de titres de dette publique permettent de limiter les difficultés des banques détentrices de ces titres. L'intensification de la crise de la dette à l'été 2011 implique un recours accru aux mesures non conventionnelles : achats massifs de titres espagnols et italiens et opérations de refinancement bancaire à 3 ans.

Les politiques monétaires menées depuis 2008 soulèvent plusieurs questions relatives à leurs effets et à la définition des politiques monétaires d'après-crise.

Premièrement, les baisses de taux d'intérêt affectent les mouvements de capitaux internationaux avec le risque, souligné en 2010 par Mantega, Ministre brésilien des finances, de déclenchement d'une guerre des monnaies. Il est en effet tentant pour un gouvernement, comme dans les années 1930, de chercher à relancer l'économie par les exportations grâce à une amélioration de la compétitivité-change. Si Bernanke se défend de favoriser délibérément la baisse du dollar, Shinzo Abe, Premier ministre japonais depuis fin 2012, a en revanche affirmé sa volonté d'affaiblir le yen.

Deuxièmement, la contrepartie des achats massifs d'actifs est un accroissement important de la base monétaire : la Fed fait « marcher la planche à billets », elle jette en masse de la monnaie au-dessus de l'économie américaine, selon la métaphore de Friedman que

Ben Bernanke a repris dans un discours de 2002 (« Déflation : s'assurer que cela n'arrive pas ici ») et qui lui a valu le sobriquet d'« Helicopter Ben », comme il le rappelle lui-même dans son ouvrage *Mémoires de crise* paru en 2015. La taille du bilan de la BCE a également fortement augmenté, d'abord principalement du fait de l'allongement de la maturité des opérations de refinancement bancaire, puis, dans le cadre de la crise de la dette, avec les programmes d'achats d'actifs (*Securities Market Program* de 2010, *Outright Monetary Transactions* en 2012) et, enfin, avec le lancement en 2015 par Mario Draghi (arrivé à la tête de la BCE en 2012) du *Quantitative easing*. Cette abondance de liquidité peut avoir plusieurs conséquences :

- une résurgence de l'inflation à moyen terme si les autorités monétaires ne parviennent pas à ponctionner à temps l'excès de monnaie en circulation ; risque qui explique pourquoi les « faucons » œuvrent au sein des comités de politique monétaire pour un resserrement monétaire,

- le gonflement de bulles sur les marchés d'actifs (actions, obligations, immobilier) produisant de nouveaux krachs. La menace de tels krachs se manifeste d'ailleurs au travers des turbulences que subissent les marchés d'actions et de change des pays émergents à partir de l'été 2013 au moment où s'annoncent la fin du quantitative easing (octobre 2014) et la remontée des taux directeurs (relèvement d'un quart de point en décembre 2015) aux Etats-Unis. Se pose plus largement la question de la redéfinition des missions des banques centrales qui ne semblent plus pouvoir traiter séparément la politique monétaire et la politique de stabilité financière.

Enfin, l'inefficacité des politiques monétaires face à la crise économique de 2008 semble remettre en cause la norme d'inflation (trop basse) qui s'était imposée dans les années 1990. Avec une inflation proche de 2% par an, les risques de déflation en cas de choc sont importants et les marges de manœuvre laissées aux autorités monétaires très faibles (les taux d'intérêt tombant rapidement à leur niveau plancher). Olivier Blanchard, économiste en chef du FMI, a ainsi suggéré en 2010, que la norme d'inflation optimale pourrait être de 4%.

2- Les relances budgétaires se heurtent à la crise de la dette en Europe

La « grande récession » est caractérisée par un phénomène de trappe à liquidité survenant dans le contexte d'une crise bancaire. Un tel phénomène, qui s'était également manifesté au cours de la dépression des années 1930 et de la « déflation japonaise » des années 1990, rend inefficace la manipulation des taux d'intérêt par les banques centrales. Certains, tels que Bernanke, considèrent que la politique monétaire peut néanmoins avoir des effets sur la sphère réelle, notamment grâce au recours aux mesures non conventionnelles. D'autres, s'inscrivant dans les pas de Keynes, tels que Krugman, affirment que nous sommes dans les circonstances exceptionnelles qui justifient de privilégier la politique budgétaire (discrétionnaire) pour sortir l'économie de la crise.

La nécessité de pratiquer des relances budgétaires s'est imposée rapidement dans les différents pays.

Aux Etats-Unis, un premier plan de relance est voté en février 2008 : représentant 1% du PIB et constitué principalement d'allègements fiscaux pour les ménages, il se différencie

peu des mesures prises au cours des récessions précédentes et caractérisant le pragmatisme budgétaire américain. Le plan Obama, voté en janvier 2009, est en revanche un plan de grande ampleur (787 milliards USD, 5% du PIB) reposant principalement sur les dépenses publiques (infrastructures, éducation, aides sociales...).

En Europe, la Commission européenne annonce un plan de relance de 200 milliards d'euros (1.5% du PIB de l'Union Européenne) en novembre 2008. 30 milliards (0.2% du PIB) sont financés par des fonds européens, le reste relevant des plans nationaux. Ces derniers sont marqués par des modalités hétérogènes. Le Royaume-Uni, dont la relance passe principalement par une stimulation de la consommation (baisse de la TVA), s'oppose par exemple à la France qui favorise les investissements publics et privés. Comparée à la relance américaine, la faiblesse de la stimulation budgétaire européenne peut se justifier par le poids plus important des stabilisateurs automatiques dans les pays européens. En particulier, la résistance de la croissance française (-3.1% en 2009 contre -3.6% pour les pays de l'OCDE et -4.4% pour la zone euro) s'explique en grande partie par la place de l'Etat-providence, notamment l'amortisseur créé par les allocations chômage. En revanche, l'organisation de la relance a fait resurgir les débats sur la coordination des politiques budgétaires et l'absence de politique budgétaire commune. Les GOPE (Grandes Orientations des Politiques Economiques) et le PSC constituent un cadre institutionnel rendant peu aisées les relances budgétaires coordonnées, d'autant plus que des conflits apparaissent avec les objectifs macro et microéconomiques dominants (lutter contre l'inflation, éviter les distorsions de concurrence). Quant au budget européen, il constitue un instrument inefficace compte tenu de sa faiblesse (1% du PIB de l'UE contre plus de 20% pour le budget fédéral américain).

Les difficultés de la coordination en Europe ressortent d'autant plus qu'avec le Sommet de Washington de novembre 2008, les membres du G20, incluant la Chine, ont mis en avant l'importance d'une relance coordonnée au niveau mondial. Si des divergences de vues sur l'ampleur et les modalités de la stimulation budgétaire ont pu apparaître au Sommet de Londres (avril 2009), cette expérience de coordination mondiale a sans doute limité les comportements de passager clandestin qui nuisent à l'efficacité d'une relance dans une économie ouverte.

La sortie de la récession (retour à des taux de croissance trimestriels positifs) s'observe courant 2009 et, pour l'année 2010, le taux de croissance réel du PIB des pays de l'OCDE s'élève à 3% (2% pour la zone euro, 4% pour l'Allemagne, 1.7% pour la France). Parallèlement, les finances publiques se sont dégradées : en 2009-2010, les déficits publics dépassent 6% du PIB en Europe (voire 10% pour la Grèce et 30% pour l'Irlande) et 10% aux Etats-Unis, les dettes publiques sont supérieures à 80% du PIB en Europe (voire 130% en Grèce) et à 90% du PIB aux Etats-Unis. Bien que les taux de chômage restent élevés (proche de 10% dans la zone euro et supérieur à 9% aux Etats-Unis), les politiques budgétaires vont alors devenir restrictives à partir de 2010. Aux Etats-Unis, les débats parlementaires entre les républicains et les démocrates aboutissent à un relèvement du plafond de la dette en août 2011 mais en contrepartie d'un programme de coupes dans les dépenses publiques. En Europe, l'austérité budgétaire est mise en place dans le contexte de la crise des dettes souveraines (**encadré**) à partir de mai 2010. Parmi les pays développés, seul le Japon, qui continue à faire face à la déflation, maintient les politiques budgétaires expansionnistes entamées dans les années 1990.

Le 'retour de Keynes' aura donc été de courte durée. Et, plusieurs auteurs soulignent les dangers du tournant restrictif pris par les politiques budgétaires à partir de 2010-11, alors que les tendances déflationnistes restent présentes. Krugman, par exemple, le qualifie d'erreur comparable à celle commise par Roosevelt lorsqu'il considéra que la dépression était terminée en 1937. De son côté, le FMI (Fonds Monétaire International) estime que le multiplicateur budgétaire serait compris entre 0.9 et 1.7 dans les pays avancés depuis 2009, contre 0.5 dans les trois décennies précédentes ; autrement dit, que les effets récessionnistes des contractions budgétaires seraient particulièrement importants dans le contexte de la Grande Récession.

Encadré : Crise des dettes souveraines en Europe et politique budgétaire

En Europe, les contractions budgétaires les plus fortes concernent les pays qui sont les plus touchés par la crise des dettes souveraines. Celle-ci peut être due à plusieurs facteurs, dont les poids relatifs ont été différents selon les pays. D'une part, certains pays font face à un problème de soutenabilité de la dette parce que les déficits primaires (rapportés au PIB) ont tendance à être trop élevés compte tenu du niveau de la croissance du PIB, qui détermine la croissance des recettes fiscales, et des taux d'intérêt réel auxquels l'Etat s'endette, qui influencent le montant des intérêts que l'Etat doit verser chaque année. D'autre part, dans tous les pays, la lutte contre la crise des *subprimes* a impliqué un transfert des dettes privées vers les dettes publiques. Enfin, les doutes sur la possibilité d'un défaut de paiement de certains Etats de la zone euro ou des phénomènes purement spéculatifs sur les marchés dérivés de crédit (*credit default swaps*) ont entraîné une envolée des taux d'intérêt sur les marchés obligataires publics.

La réponse à la crise de la dette en Europe a consisté, d'un côté, à apporter une aide financière (prêts) aux pays en difficulté et mettre en place des mécanismes de résolution des crises futures et, d'un autre côté, à mettre en œuvre des politiques d'austérité et renforcer la discipline budgétaire.

Cinq pays ont fait l'objet de plans d'aide internationaux, organisés par tout ou partie des membres de la *troïka* (UE, BCE, FMI) : la Grèce en mai 2010 (110 mds €), en février 2012 (165 mds € et effacement de dette par les créanciers privés de 107 mds €) et en août 2015 (85 mds €), l'Irlande en novembre 2010 (85 mds €), le Portugal en mai 2011 (78 mds €), l'Espagne en juin 2012 (41.3 mds € à destination du secteur bancaire) et Chypre en mars 2013 (10 mds €). Parallèlement, le Mécanisme Européen de Stabilité (MES) entrant en vigueur en 2012 est censé permettre de faire face rapidement à d'éventuelles nouvelles difficultés de financement des Etats membres de la zone euro sur les marchés obligataires.

La contrepartie des aides apportées a été la mise en place de programmes d'austérité budgétaire. Au-delà, les politiques d'austérité se généralisent en Europe (Italie à partir de 2010, France à partir de 2011...) et des réformes sont engagées pour accroître la contrainte sur les budgets nationaux. Fin 2011, alors que la quasi-totalité des 27 pays membres de l'UE faisaient l'objet d'une procédure de déficit excessif depuis 2009, le PSC est renforcé, notamment par l'introduction d'une règle de réduction de la dette publique pour les pays fortement endettés (1/20^e par an de la différence vis-à-vis du niveau de référence de 60% du PIB). En mars 2012 est signé par les pays de l'UE, à l'exception de la République Tchèque et du Royaume-Uni, le Traité sur la Stabilité, la Coopération et la Gouvernance (TSCG) prévoyant que chaque pays introduise une règle contraignante (« règle d'or ») limitant le déficit public structurel à 0.5% du PIB.

La crise économique et financière débutée en 2007 n'a donc pas remis en cause la stratégie économique des pays européens. Les politiques macroéconomiques doivent être des politiques passives de règles (monétaires et budgétaires) et la politique microéconomique de libéralisation doit contribuer au développement d'une économie dont la flexibilité permet d'absorber les chocs.

Bibliographie

- Blanchard O. et Cohen D., *Macroéconomie*, 5^e édition, Pearson Education, 2010.
- Ferrandon B. (dir.) (2004), « La Politique économique et ses instruments », *Les notices*, La documentation Française.
- Krugman P. et Wells R, *Macroéconomie*, De Boeck, 2009.
- Montel-Dumont O. (dir.), *Les politiques économiques*, Cahiers Français n°335, 2006.
- Montel-Dumont O. (dir.), *La politique économique et ses instruments*, Les Notices, La Documentation française, 2010.
- Problèmes économiques, *Comprendre les politiques économiques*, Hors-série, n°4, septembre 2013.

Sujets d'oral

- Y a-t-il une « bonne » dette publique ? (HEC 2015)
- Peut-on sortir de la crise par l'austérité ? (HEC 2015)
- Les politiques monétaires accommodantes sont-elles efficaces ? (ESCP 2015)
- Quels sont les canaux de transmission de la politique monétaire ? (ESCP 2015)
- Les dettes publiques se gèrent-elles comme les dettes privées ? (ESCP 2015)
- L'équilibre budgétaire : une priorité ? (ESCP 2015)
- Comment expliquer l'indépendance des Banques centrales ? (ESCP Europe 2014)
- Existe-t-il une limite à l'endettement public ? (ESCP Europe 2014)
- Les politiques budgétaires en Europe : Quel degré de coopération ? (ESCP Europe 2013)
- « Trop d'impôt tue l'impôt » : est-ce encore valable aujourd'hui ? (ESCP Europe 2013)
- Qu'est-ce qu'une politique d'austérité budgétaire ? (ESCP Europe 2013)
- La « règle d'or » : un instrument utile pour la régulation budgétaire ? (ESCP Europe 2013)
- L'investissement public est-il une bonne réponse à la crise ? (ESCP Europe 2013)
- Faut-il appliquer les politiques d'austérité en période de ralentissement ? (ESCP Europe 2013)
- Les enjeux économiques des dettes souveraines en Europe (HEC 2012)

- La stabilité des prix : unique objectif de la politique monétaire ? (ESCP Europe 2012)
- Bilan des années Trichet. (HEC 2011)
- Faut-il inscrire des règles budgétaires dans la constitution ? (HEC 2011)
- Quelle politique budgétaire pour l'Europe ? (HEC 2011)
- Faut-il réduire la dette publique ? (ESCP Europe 2011)
- Jusqu'où peut aller la dette publique ? (ESCP Europe 2011)
- Les politiques économiques contracycliques sont-elles utiles ? (ESCP Europe 2011)
- La stabilité des prix, seul objectif de la politique monétaire ? (ESCP Europe 2011)
- Les politiques des années trente peuvent-elles être qualifiées de keynésiennes ? (ESCP Europe 2010)
- Quels objectifs pour les banques centrales ? (ESCP Europe 2010)
- L'indépendance des banques centrales peut-elle être remise en question aujourd'hui ? (ESCP Europe 2010)
- La politique monétaire de la BCE (Banque centrale européenne), quel bilan ? (ESCP Europe 2010)
- Quel est l'impact des politiques de baisse d'impôt ? (ESCP Europe 2010)
- Existe-t-il une limite à l'endettement d'un pays ? (ESCP Europe 2010)
- Le "triangle des incompatibilités" permet-il d'expliquer la politique monétaire menée depuis les années 80 ? (ESCP Europe 2010)
- Quels sont les enjeux de la coordination internationale des politiques économiques ? (ESCP Europe 2010)
- La bourse doit-elle influencer la politique économique ? (HEC 2009)
- Est-ce que "trop d'impôt tue l'impôt" ? (HEC 2009)
- Objectifs et instruments de la BCE. (ESCP Europe 2009)
- L'indépendance des banques centrales est-elle favorable à la lutte contre l'inflation ? (HEC 2009)
- La dette publique doit-elle être réduite à zéro ? (HEC 2009)
- Les banques centrales ont-elles eu une réelle influence sur les variables économiques de 1800 à nos jours ? (HEC 2009)
- Le policy mix aux Etats-Unis depuis les années 1970. (ESCP-EAP 2008)
- Quel est l'impact de la mobilité internationale des capitaux sur les politiques économiques ? (ESCP-EAP 2008)
- La crédibilité de la Banque Centrale. (ESCP-EAP 2007)
- De quoi dépend l'efficacité de la politique budgétaire ? (ESCP-EAP 2007)
- BCE/FED : quelle institution contribue le mieux à la stabilité économique ? (ESCP-EAP 2007)
- Le déficit budgétaire, une contrainte pour la politique économique ? (ESCP-EAP 2007)

- Avantages et inconvénients de la recherche de l'équilibre budgétaire. (ESCP-EAP 2005)

Sujets d'écrit

- Peut-on parler d'un apprentissage des politiques économiques de la part des gouvernements depuis le début du XXe siècle ? (HEC 2009)
- Les banques centrale ont-elles eu et ont-elles aujourd'hui une influence décisive sur l'activité économique ? (ESCP-EAP 2009)
- A la lumière de l'expérience historique, pensez-vous que l'équilibre budgétaire doit être un objectif des politiques économiques ? (ECRICOME 2002, Sujet n°2)
- Les politiques macroéconomiques doivent-elle tenter de lutter contre le cycle économique ?
- Peut-on parler d'un échec de la coordination des politiques budgétaires en Europe depuis 1979 ?
- Les grandes crises économiques révolutionnent-elles les politiques économiques ?

Sujet d'écrit n°1 : Trop d'impôt tue-t-il l'impôt ?

Le raisonnement au cœur de la courbe de Laffer pose deux questions majeures. Dans quelle mesure l'ampleur des effets désincitatifs des prélèvements obligatoires est suffisante pour diminuer les recettes de l'Etat ? Les impôts ne financent-ils pas des dépenses favorables à la croissance, donc aux recettes de l'Etat ?

I. La hausse des taux d'imposition implique nécessairement des effets désincitatifs et des comportements d'évitement mais dont l'ampleur est relativement faible

I.A. Un effet Laffer...

1. Plus la pression fiscale augmente, moins les revenus tirés de l'offre sont élevés, donc moins les individus sont incités à offrir. D'où une assiette fiscale plus étroite.
2. Selon les supply-siders, l'effet serait d'autant plus fort qu'à l'arbitrage en faveur du loisir s'ajouteraient des comportements d'évitement (optimisation voire fraude fiscale, fuite vers des paradis fiscaux...)

I.B. ... qui nécessite des élasticités peu réalistes

1. Les études empiriques (Gruber et Saez (2002) par exemple) montrent que l'élasticité de l'offre de travail est faible.

2. Toutefois, l'ampleur des effets désincitatifs sur les différentes composantes de l'offre varient selon le type de prélèvement considéré ; par exemple l'augmentation de l'IS a des effets importants sur les délocalisations dans une économie globalisée.

I.C. ... ce qui explique en partie pourquoi les baisses d'impôts n'augmentent généralement pas les recettes fiscales

1. Les *tax cuts* s'accompagnent d'une baisse des recettes de l'Etat fédéral jusqu'en 1984.
2. Si le déficit budgétaire crée une relance par la demande, les mécanismes d'offre sous-jacents à l'expression « Trop d'impôt tue l'impôt » ne sont pas à l'oeuvre.

II. Toutefois, la nature des dépenses financées par l'impôt doit être prise en compte

II.A. Des dépenses publiques improductives...

1. Le raisonnement de Laffer repose sur un principe général : seul le secteur privé est créateur de richesses.
2. Parmi les dépenses improductives qui sont généralement mises en avant : les dépenses de fonctionnement et de redistribution

II.B. ... ou favorisant la croissance économique (donc les recettes de l'Etat) ?

1. Au contraire, les dépenses de l'Etat contribuent à la croissance économique. (*take off*, pays émergents).
2. Les théories de la croissance endogène apportent un fondement à une telle conception du rôle de l'impôt.

II.C. L'impôt : un mal nécessaire lorsqu'il sert à diminuer la dette publique ?

1. L'impôt peut être l'instrument permettant d'éviter une crise financière synonyme d'effondrement de l'activité économique, donc des recettes de l'Etat.
2. Le recours à un tel instrument risque néanmoins de ne pas avoir les effets escomptés lorsqu'il est utilisé en période de récession.

Peut-être qu'avec un taux d'imposition de 100%, les effets désincitatifs sur l'offre sont tels que les recettes de l'Etat sont proches de zéro. Mais, du début du XIXe siècle à aujourd'hui, taux d'imposition, production et recettes de l'Etat n'ont pas cessé de croître.

Sujet d'écrit n°2 : Peut-on parler d'un échec de la coordination des politiques budgétaires en Europe depuis 1979 ?

L'échec ou la réussite de la coordination des politiques budgétaires se mesurent a priori par la capacité des règles budgétaires européennes à contraindre les déficits et les dettes publics. Mais, se pose également la question de l'absence de consensus sur les objectifs de la politique budgétaire.

I. La coordination de politiques budgétaires tournées vers la lutte contre les déficits et dettes publics apparaît comme une nécessité compte tenu des choix monétaires européens.

I.A. La dette publique risque de mener à une sortie du système de changes fixes (SME) et à l'éclatement de la zone monétaire dans le cas d'une monnaie unique (UEM).

1. Un déficit public non compensé par une hausse de l'épargne domestique privée implique un déficit de la balance courante. De tels déficits répétés amènent à la croissance de la dette publique et de la dette externe (Italie au début des années 1990, Grèce dans les années 2000).
2. Parallèlement, les taux d'intérêt (le coût de la dette) augmentent. L'issue risque d'être une sortie du SME ou un éclatement de la zone euro.

I.B. Un déficit public génère des tensions inflationnistes qui entrent en contradiction avec une politique monétaire dont l'objectif unique est la stabilité des prix.

1. Le modèle offre globale – demande globale permet de mettre en évidence de tels effets inflationnistes.
2. Le conflit avec l'objectif de la banque centrale atteint son paroxysme lorsque les difficultés de financement de l'Etat sur les marchés de capitaux ne laissent comme solution qu'un financement monétaire.

II. D'où la recherche d'une coordination contrainte par des règles mais dont l'efficacité s'est avérée très limitée

II.A. Les critères de convergence et le Pacte de Stabilité et de Croissance ont été globalement peu contraignants.

1. La coordination contrainte a été quasi absente jusqu'à la 2^e phase du traité de Maastricht (1992). Les critères de convergences ont fait l'objet d'interprétations souples.
2. Le PSC n'a pas été respecté, en particulier par l'Allemagne et la France (2002).

II.B. La crise des dettes souveraines conduit à renforcer les contraintes

1. La quasi-totalité des pays de l'Union européenne dépassent largement les seuils de 3% et de 60% pour les déficits et les dettes publics.
2. La réponse apportée a consisté à renforcer le caractère contraignant des règles budgétaires : PSC renforcé (sanctions plus automatiques et plus lourdes...), « règle d'or ». Cette évolution peut être vue comme la solution aux problèmes de crédibilité et d'incohérence temporelle issus de politiques budgétaires discrétionnaires.

III. L'échec de la coordination réside davantage dans l'absence de consensus sur les objectifs à assigner aux politiques budgétaires

III.A. Les déficits budgétaires sont des instruments utilisés par chaque Etat européen pour faire face à des chocs asymétriques

1. Face aux récessions du début des années 1990 et du début des années 2000, la France, par exemple, a choisi de mener des politiques budgétaires expansionnistes.

2. La réforme du pacte en 2005 n'offre pas de marges budgétaires de manœuvres suffisantes.

III.B. La crise de 2008 montre qu'une relance budgétaire coordonnée est difficile à mettre en œuvre dans le cadre de l'architecture institutionnelle européenne

1. La taille de la zone euro et l'importance des échanges intra-zone justifient le recours à une relance budgétaire coordonnée.
2. La relance de 2008-2009 se heurte à un cadre institutionnel inadéquat.

La coordination des politiques budgétaires devient cruciale avec la marche vers une monnaie unique. Elle prend la forme de règles censées assurer une discipline budgétaire sans toutefois y être parvenues jusqu'à aujourd'hui. Cette incapacité à atteindre les objectifs annoncés révèle un échec plus profond de la coordination, touchant aux objectifs eux-mêmes ainsi qu'à l'architecture institutionnelle qui permettrait de les atteindre.

Sujet d'oral n°1 : L'indépendance des banques centrales est-elle favorable à la lutte contre l'inflation ? (HEC 2009)

L'indépendance des banques centrales comme cadre institutionnel favorable à la lutte contre l'inflation a reçu un fondement théorique avec la notion d'incohérence temporelle (Kydland et Prescott (1977)). L'intérêt que peut avoir un gouvernement à ne pas respecter ses engagements implique en effet un biais inflationniste lorsque la banque centrale n'est pas indépendante.

Les études empiriques qui ont été menées mettent en évidence une corrélation négative entre degré d'indépendance des banques centrales et taux d'inflation. Alesina et Summers (1993) révèlent par exemple une telle corrélation sur la période 1955-1988 pour 16 pays développés.

Cependant, cette corrélation n'est pas la preuve de la causalité affirmée par les nouveaux classiques. L'histoire des politiques monétaires et de l'inflation dans les différents pays révèle une assez grande diversité des situations. En France par exemple, lorsque la Banque de France devient indépendante en 1993, le taux d'inflation est proche de 2% et l'essentiel de la désinflation a été réalisé dans les années 1980. Aux Etats-Unis, l'indépendance de la Fed, formellement reconnue depuis le début des années 1950, ne semble pas déterminante puisque la lutte contre l'inflation a pu être une priorité (Volcker) ou un objectif secondaire (Greenspan dans les années 2000).

Sujet d'oral n°2 : Objectifs et instruments de la BCE. (ESCP 2009)

On peut aujourd'hui interpréter de deux manières le pluriel du terme « objectifs ». Soit il renvoie à l'objectif final de stabilité des prix et à l'objectif intermédiaire de croissance de l'agrégat monétaire M3. Soit il renvoie au fait qu'avec la crise financière entamée en 2008, la stabilité financière tend à s'imposer comme nouvel objectif des banques centrales en général et de la BCE en particulier, au travers de politiques macro-prudentielles (lutte contre le risque systémique).

Les instruments visant l'objectif de stabilité des prix sont relatifs aux conditions de refinancement (coût, quantités) des banques de second rang. Le principal taux directeur de la BCE est le taux des opérations principales de refinancement établi dans le cadre d'une procédure d'appel d'offres. L'autre instrument classique est constitué par le taux des réserves obligatoires.

L'objectif de stabilité financière est, dans le cas de la BCE, ce qui a motivé le recours récent à des instruments non conventionnels. Les difficultés des banques ont amené la BCE à multiplier les opérations de refinancement sur des échéances longues, à élargir la gamme des collatéraux voire à acheter des titres longs, notamment de dette publique, pour soulager le bilan des banques.