
Politique budgétaire : Stabilisateurs ou politique discrétionnaire ?

Chapitre pour le livre *Fin de monde ou sortie de crise*, sous la direction de Pierre Dockès et Jean-Hervé Lorenzi, Perrin 2009.

Laurence Boone (Barclays Capital) et Jean Pisani-Ferry (Bruegel)

Le débat Alors que l'activité économique globale semble s'être arrêtée de fonctionner, avec l'effondrement du prix des actifs, l'explosion du coût du crédit, et un niveau de confiance qui atteint des profondeurs abyssales, les gouvernements, encouragés par le FMI, la Commission européenne et la plupart des banquiers centraux, se sont convaincus de la nécessité de politiques de relance budgétaire.

Cette conversion quasi-instantanée a de quoi étonner : plus encore en Europe qu'aux Etats-Unis, le consensus récent était que s'il est nécessaire de laisser jouer les stabilisateurs automatiques, une politique budgétaire discrétionnaire est au mieux inefficace, au pire à contre-temps, qu'elle crée des distorsions, et que son seul effet certain est d'accroître l'endettement public, grevant ainsi les perspectives des générations futures. Pour régler la conjoncture, la politique budgétaire avait ainsi cédé la place à une politique monétaire plus souple, plus réversible, et moins sujette à des biais politiques puisque généralement confiée à des institutions indépendantes.

C'est aujourd'hui à la fois en raison de la sévérité de la récession, et parce que la politique monétaire semble impotente, que l'arme budgétaire a été remise au goût du jour. Cependant les débats à son propos ne se sont pas clos pour autant. Ils portent seulement moins sur le principe d'une action discrétionnaire que sur ses modalités : durée et contenu des plans de relance, caractère temporaire ou permanent des mesures.

Les questions Dans ce contexte, ce chapitre cherche à évaluer le pour et le contre d'un recours à l'activisme budgétaire, en répondant aux questions suivantes : s'agit-il bien d'un choc de demande ? Dans quelle mesure celui-ci peut avoir des effets durables sur l'activité ? L'impuissance de la politique monétaire va-t-elle perdurer ? Quelle est l'importance des contre-indications à la politique budgétaire ? Quelle politique budgétaire mener ? Quelle est l'efficacité des plans européens ? Comment assurer un redressement budgétaire à la sortie de la crise ? Quel rôle pour l'Europe ?

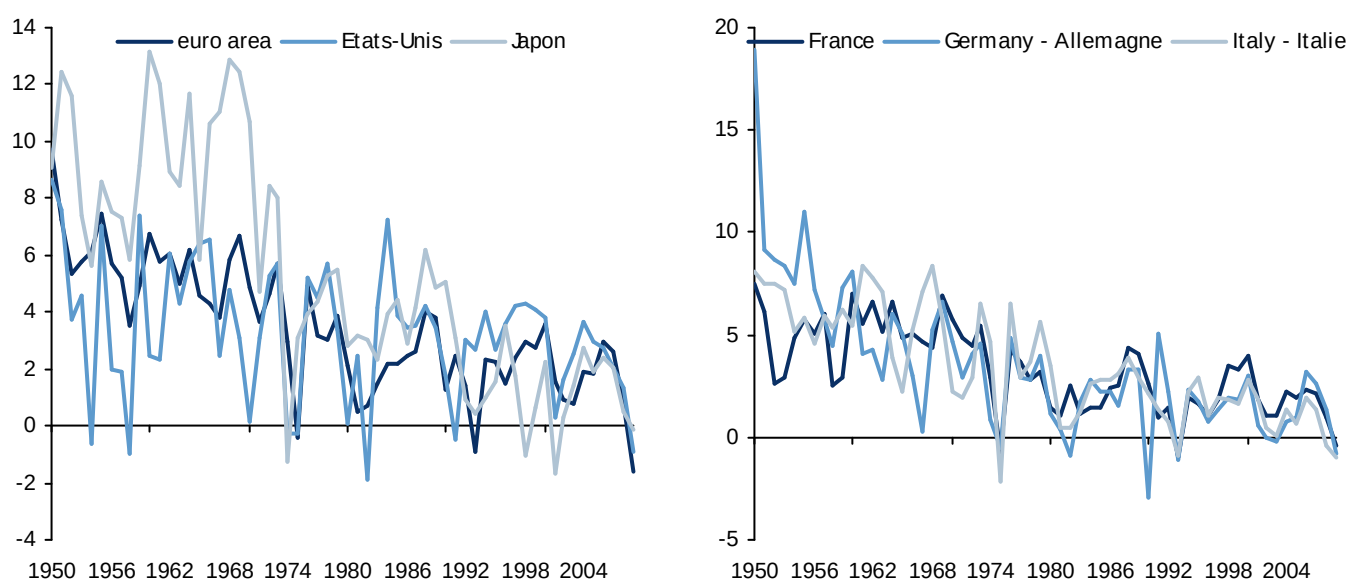
A) Un choc de demande de grande ampleur

Les indicateurs avancés tout comme les mesures de l'activité économique convergent pour dépeindre un tableau particulièrement noir de l'économie au début de l'année 2009 et de ses perspectives immédiates. Au quatrième trimestre le PIB a chuté de 3.8% aux Etats-Unis, de 20,8% en Corée, de 16.9% à Singapour, et il

pourrait avoir diminué de plus de 12% au Japon. En zone euro le PIB pourrait s'être contracté de 6% au 4^{ème} trimestre : si la chute est moins spectaculaire qu'en Asie, il n'en reste pas moins qu'on n'avait pas vu de chiffre aussi mauvais depuis la fin des deux guerres mondiales.

Le plus impressionnant reste cependant la synchronisation de la chute de l'activité partout dans le monde : il n'est plus question de découplage et la chute de la production industrielle s'est généralisée en fin 2008, alors que les échanges commerciaux mondiaux s'effondraient.

Graphique 1: Taux de croissance du PIB de certains pays de l'OCDE sur longue période (% , PPP)



Source: Maddison, Barclays Capital ; Prévisions OCDE pour 2009.

Le recul rapide de l'inflation indique que le choc provient sans ambiguïté de la demande. Il est dû à la combinaison de quatre effets : une amputation d'une ampleur exceptionnelle de la richesse réelle et financière, une augmentation rapide de l'épargne de précaution des ménages, une crainte de l'avenir qui se manifeste par une attitude de paralysie des consommateurs et des entreprises, et une contraction de l'offre de crédit dont l'ampleur est difficile à apprécier mais qui est selon certains indicateurs très marquée.¹

Baisse de la richesse

La bulle sur les marchés immobiliers et financiers, a entraîné une contraction du patrimoine des ménages. Or dans certains pays (notamment les pays anglo-saxons), la capacité d'endettement et la structure des remboursements liés à cet endettement est parfaitement corrélée à l'évolution de leur patrimoine : plus

¹ Ivashina et Scharfstein (2008) montrent qu'aux États-Unis la production de nouveaux crédits a fortement reculé, d'autant plus que les banques ont une base de dépôts étroite et qu'elles ont été contraintes de fournir de la liquidité dans le cadre de lignes de crédit préexistantes. Voir aussi <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4307>

celui-ci augmente, plus ils peuvent s'endetter et moins les remboursements sont élevés - et inversement en période de baisse. En outre, l'effondrement du prix des actifs s'est accompagné d'une remontée des taux d'intérêt qui a affecté tous les remboursements indexés sur les taux de marchés (généralement Euribor ou Libor 3 mois suivant les régions). Au total, l'éclatement de la bulle du prix des actifs réduit le patrimoine et la capacité d'endettement des ménages, et la hausse des taux a accru leurs charges. Dans ces conditions, le montant du revenu consacré à la consommation s'est trouvé fortement réduit et la part des revenus consacrée à l'épargne s'est accrue.

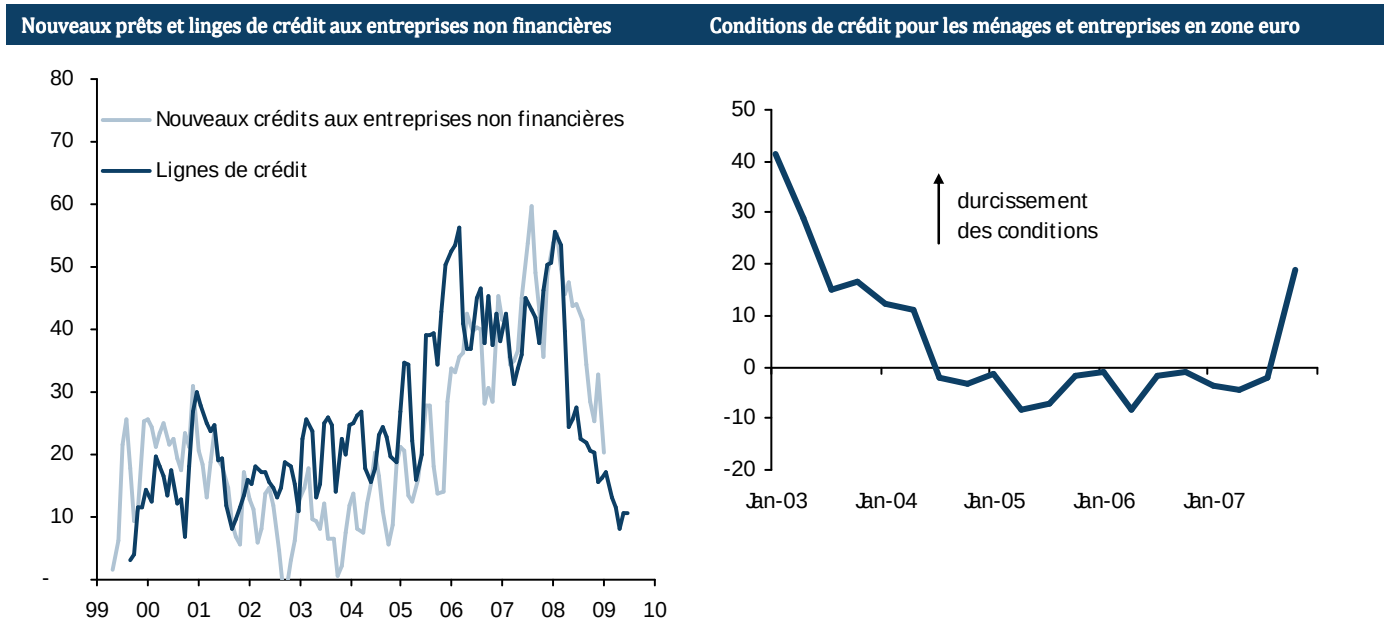
Le choc sur la richesse est moindre en Europe continentale parce que le marché immobilier est, sauf exception, moins touché, et que les systèmes de retraite font davantage appel à la répartition.

Alors que la crise sur le marché interbancaire a commencé au début de l'été 2007, c'est seulement à l'automne 2008 que les restrictions du crédit se sont généralisées. Aux Etats-Unis, les entreprises avaient accumulé des profits colossaux pendant le dernier épisode de croissance, qui leur permettaient d'autofinancer leurs investissements. En Europe continentale, l'importance des banques de dépôts dans le secteur financier a contribué à maintenir un volume de crédit important. Comme le montrent Ivashina and Sharfstein (2008), les banques de dépôt résistent en effet mieux aux épisodes de restriction de crédit que les autres. D'abord parce que elles sont moins dépendantes de financement de marché que les banques d'investissement, ensuite parce que leur base de crédit est moins volatile. En période de crise les dépôts (liquides) sont relativement stables. Ainsi en France, les grandes banques sont effectivement des banques de dépôts et pas de pures banques de financement et d'investissement ; plus le modèle banques de dépôt domine, mieux le taux de croissance des crédits aux entreprises devrait résister à la crise.

**Contraction du crédit,
frein à l'investissement
des entreprises**

Ce qu'on observe en Europe jusqu'à présent est que les émissions de dette commerciale ont nettement ralenti au 4^{ème} trimestre 2008, mais repris en partie au 1^{er} trimestre 2009. Surtout, le montant des nouvelles lignes de crédit accordées par les banques aux entreprises s'est effondré. En zone euro, les dernières enquêtes de la BCE sur les crédits bancaires montrent une contraction du crédit, aux entreprises comme aux ménages : cette contraction serait plus importante qu'au début des années 90 lors de la crise du Système Monétaire Européen.

Graphique 2: Les restrictions de crédit dans la zone euro



Source: Loanware, BCE. Note : les crédits sont en Md d'euros

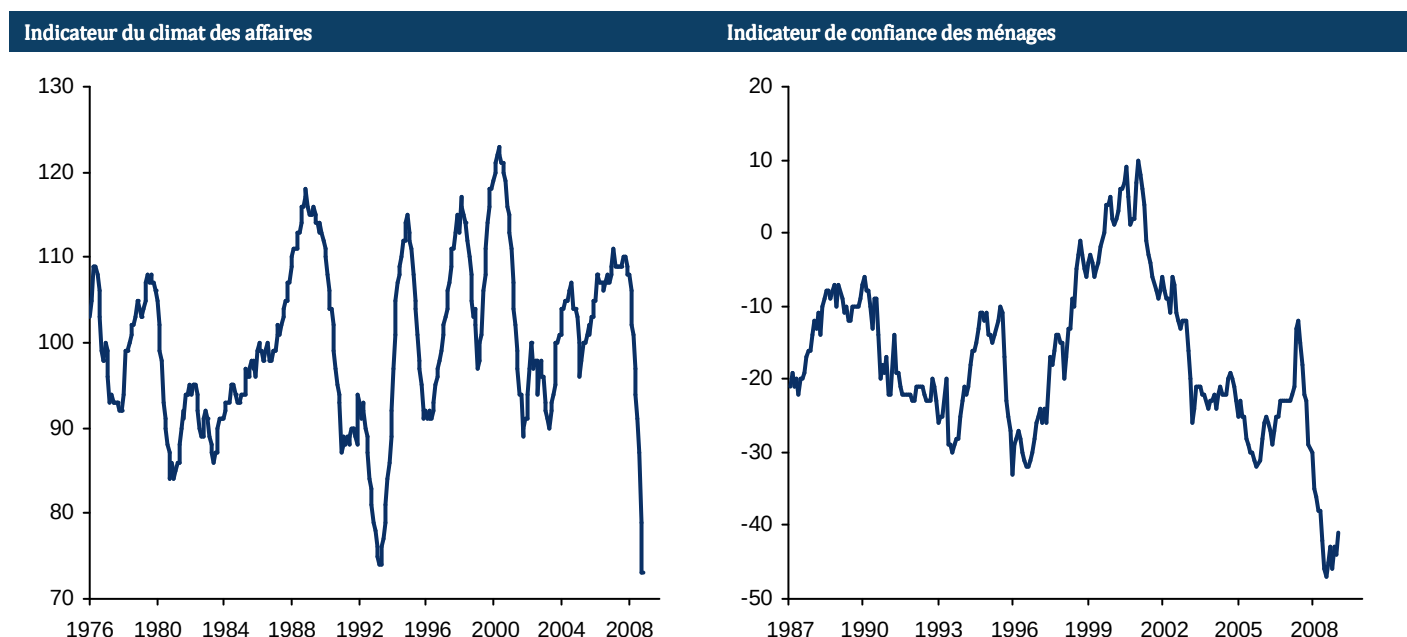
Arrêt de l'investissement et hausse du chômage

Face à ce choc sur la consommation, à la brusque remontée des primes de risque sur les obligations *corporate* et aux craintes sur la capacité et l'appétit du secteur financier à nourrir les projets des entreprises, celles-ci ont drastiquement revu à la baisse leurs investissements. En même temps, comme dans toute récession, elles ont eu à faire face à des stocks de produits invendus bien au-delà de leurs capacités de vente face à la demande en berne ; ainsi en décembre 2008 l'enquête INSEE sur les entreprises montrait-elle que le niveau « non désiré » de stocks avait atteint les sommets connus dans les années 80.

Le marché de l'emploi mondial a enfin marqué un recul ; sur un marché rendu plus flexible par les réformes de ces dernières années, l'emploi s'est détérioré rapidement et le chômage a commencé d'augmenter brutalement : le BIT rapportait en janvier 2009 que le nombre de chômeurs dans les pays développés et l'Union européenne, qui a augmenté de 3.5mn en 2008 pour atteindre 32.8 mn ou 6.4%, pourrait encore grimper jusqu'à 7.9% ou 40mn en 2009.

La détérioration rapide du marché du travail, combinée au ralentissement mondial et à la crise du secteur bancaire a entraîné une dégradation massive de la confiance des ménages, reflet de la morosité du climat des affaires (Graphique 3). Largement attribuable à la baisse du prix du pétrole et des produits alimentaires, la stabilisation récente des opinions des ménages ne remet pas en cause ce diagnostic.

Graphique 3: Indicateur de confiance des ménages et des entreprises en France



Source: INSEE

B) Des effets plus ou moins durables selon les pays

Un endettement élevé, frein à la reprise de la consommation

Dans ce contexte, l'endettement rapide qui a porté la croissance de ces dernières années est la principale clé de la durée de la récession. Plus les agents souhaiteront se désendetter, et plus ils étaient endettés au départ, plus la récession risque de durer (Graphique 4). Ainsi les scénarii de croissance dans les pays où les agents sont les plus endettés dépend principalement de l'hypothèse que l'on peut faire sur leur niveau d'épargne désiré.

Le *deleveraging* concerne au premier chef les entreprises financières dans les pays où celles-ci s'étaient massivement endettées (Irlande, Pays-Bas, Royaume-Uni, Etats-Unis – au Japon le fort niveau d'endettement est plus structurel). Mais il touche aussi les ménages dans les pays où ils avaient eu fortement recours au crédit pour financer l'investissement immobilier ou la consommation. Aux Etats-Unis, l'ajustement du compte des ménages est entamé et le taux d'épargne des ménages est passé de 0.4% 2007 à 3.6% en décembre 2008. Dans la plupart des pays d'Europe continentale, le taux d'épargne des ménages est peu susceptible de s'élever rapidement et massivement car il est déjà très élevé en regard de celui qui est observé aux Etats-Unis. Les Européens – à l'exception notable des Britanniques et des Irlandais – utilisent peu le crédit pour lisser leur consommation, mais plutôt pour financer un achat immobilier (et cela concerne moins de 60% de la population qui est propriétaire de son logement) ou une voiture. L'épargne, d'ailleurs, ne sert pas non plus beaucoup à lisser la consommation : lorsque le revenu disponible ralentit, la consommation des ménages ralentit également et le taux d'épargne privé ne fluctue que très peu.

Au total, restaurer la confiance pour inciter les Européens à puiser dans leur épargne et limiter la montée de l'épargne de précaution dans les pays à fort endettement est une des clés d'une reprise rapide et vigoureuse.

Au sein de la zone euro, les pays où l'endettement des ménages est le plus important sont l'Irlande, les Pays-Bas, l'Espagne, le Portugal ; hors zone euro, les « usual suspects » sont le Royaume-Uni, les Etats-Unis, la Suisse, le Danemark. Dans ces pays, la politique budgétaire devrait inclure un ensemble de mesures visant à restaurer une situation patrimoniale saine pour ces ménages, c'est-à-dire leur permettre d'étaler ou restructurer les remboursements liés au sur-endettement. C'est lorsque leur taux d'épargne sera suffisamment remonté que ces ménages se remettront à consommer. Dans les pays où l'endettement des ménages est faible, avec un taux d'épargne élevé, les mesures visant à conforter les ménages pour les inciter à puiser dans leur épargne doivent être privilégiées.

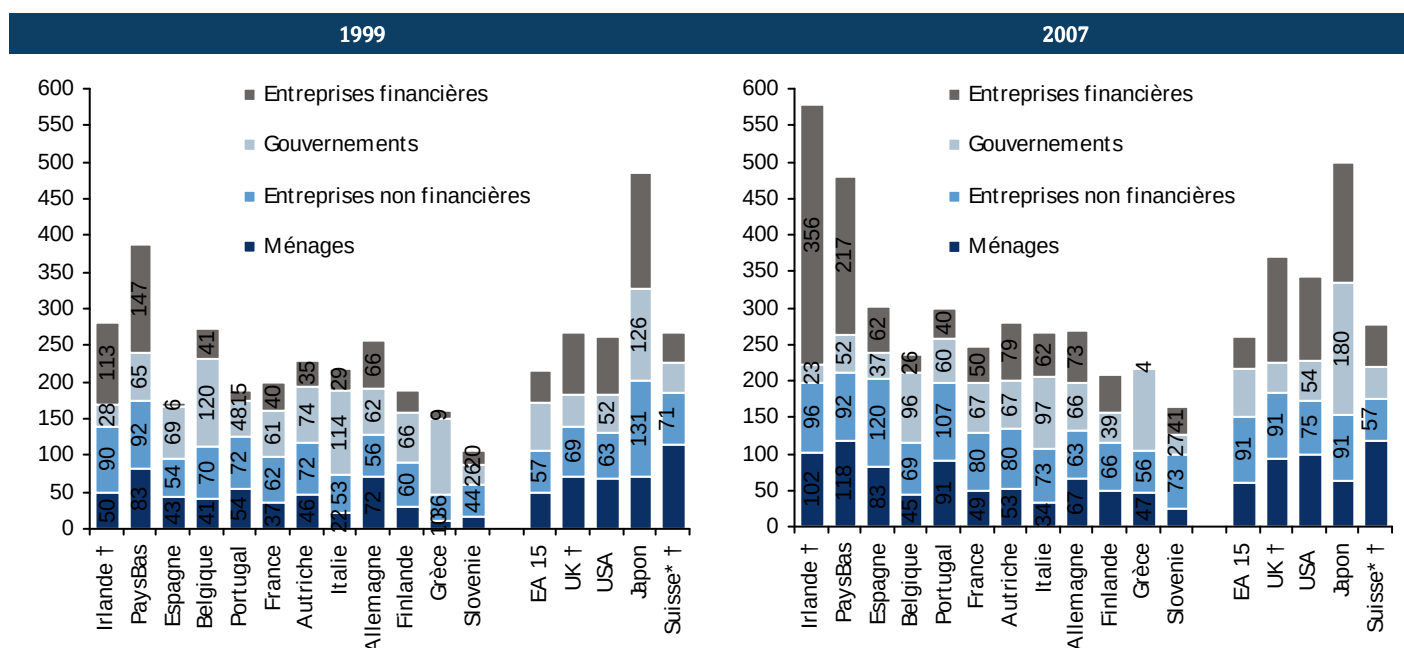
Ainsi l'endettement moyen total dans les pays de l'OCDE a augmenté en moyenne d'environ 60 points de PIB entre 1999 et fin 2007, principalement dans le secteur privé : l'endettement moyen des ménages a augmenté de près de 20 points de PIB, celui des entreprises financières de 27 points de PIB. Mais cette moyenne cache de fortes variations : l'endettement des entreprises financières s'est accru de 63 points au Royaume-Uni, 70 points aux Pays-Bas, plus de 85 points au Danemark, et un spectaculaire 243 points en Irlande ! Ces chiffres donnent une idée de l'ampleur de la correction nécessaire pour revenir au niveau du début des années 2000.

Si l'on comprend bien le problème auquel les banques doivent faire face, il est de même nature pour les ménages. Et de la même façon on retrouve des variations impressionnantes, les ménages irlandais ayant accru leur dette de plus de 50 points de PIB, les espagnols de 40 points de PIB, ceux de Grèce, du Danemark et du Portugal de 37 points de PIB, talonné par les Pays-Bas à 35 points de PIB !

Dans ces pays, le taux d'épargne privé est condamné à remonter pour s'établir à un niveau permettant une décrue progressive, ou au mieux une stabilisation de l'endettement. Le rôle de la politique budgétaire est alors d'éviter que cet ajustement de l'épargne s'accompagne d'une chute profonde de l'activité. Il ne peut évidemment être de maintenir la croissance passée de la demande, qui reposait sur un endettement toujours croissant.

.

Graphique 4: Endettement par type d'agents et par pays, % PIB



Source: Eurostat, ECB, Federal Reserve, Barclays Capital. * 2000; ** 2001 pour le graphique en 1999 et * 2006; ** 2005 pour celui de 2007; † Données non consolidées, ajustées pour consolidation.

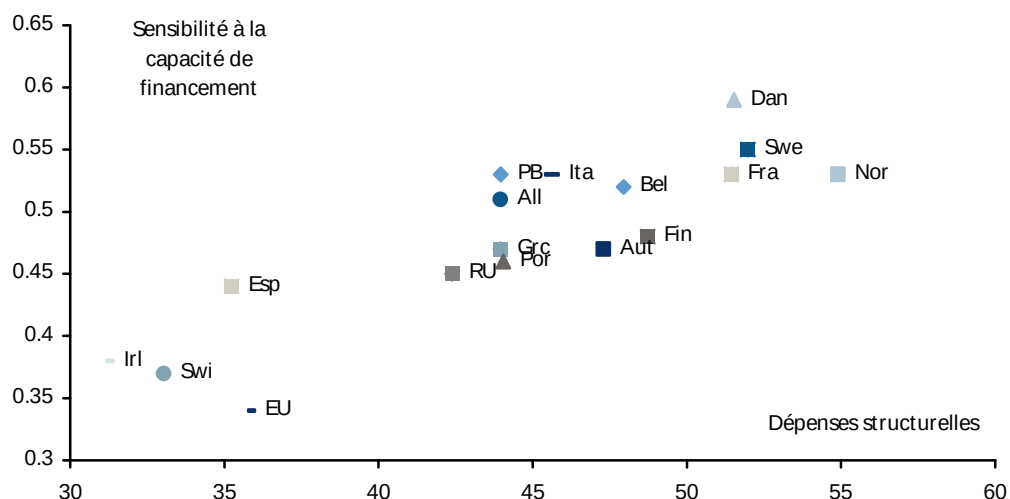
C) Les débats classiques sur la politique budgétaire

Les stabilisateurs automatiques

La politique budgétaire se définit classiquement en termes de stabilisateurs automatiques et de politique discrétionnaire. Dès qu'un ralentissement de l'activité se met en place, les stabilisateurs automatiques agissent naturellement à travers une baisse des recettes et une hausse des dépenses publiques. La politique discrétionnaire résulte d'un changement délibéré de politique économique en matière de dépenses, impôts et transferts.

L'avantage des stabilisateurs automatiques est qu'ils réagissent de façon quasi-immédiate aux fluctuations du cycle. Leur importance varie avec la taille de la sphère publique et l'élasticité des recettes et des dépenses à la conjoncture. Il est aujourd'hui communément admis qu'il convient de laisser jouer les stabilisateurs automatiques (ce fut un des enjeux de la révision du Pacte de Stabilité en 2005). Les évaluations disponibles suggèrent toutefois que leur effet est d'ampleur limitée (FMI, 2008 et Graphique 5). Au total et face à l'ampleur de la crise, reposer uniquement sur le travail des stabilisateurs automatiques semble insuffisant. Le débat porte sur la politique discrétionnaire.

Graphique 5 : Taille des stabilisateurs automatiques



Source : OCDE, Auteurs. Note : la sensibilité est la variation du déficit budgétaire suite à une réduction de 1 point de pourcentage de l'écart de production ; les dépenses sont en pp du PIB potentiel.

Les politiques discrétionnaires font l'objet de nombreuses critiques (Taylor, 2000) : les mesures budgétaires nécessitent de longs délais de mise en place, ce qui peut faire qu'elles interviennent à contre-temps ; le ciblage précis est difficile et peut entraîner plus de distorsions que de bénéfices ; elles ne sont pas toujours facilement réversibles ce qui peut entraîner une hausse de la dette publique remettant en cause sa soutenabilité ; enfin les mesures de stimulation sont sujettes à la capture par des intérêts spécifiques.

Les limites de la politique budgétaire discrétionnaire

S'agissant des fluctuations cycliques ordinaires, ces arguments ne manquent pas de force. Mais beaucoup d'objections tombent si l'on anticipe que la crise est durable. Il demeure difficile de cibler efficacement les mesures de soutien à l'économie, en évitant les distorsions et en évitant de trop répondre aux intérêts de certains secteurs ; à cet égard il peut être difficile de distinguer les secteurs qui souffrent pour des raisons conjoncturelles de ceux qui sont pénalisés par un manque de compétitivité plus structurels. Mais cet argument plaide plutôt en faveur d'une bonne gestion de la relance discrétionnaire que de son absence.

On pourra argumenter également qu'une relance budgétaire est d'autant moins efficace que les économies sont ouvertes. L'argument est cependant sans valeur lorsque la crise touche tous les pays au même moment et que l'ensemble des pays met en place des politiques budgétaires de soutien à la demande.

D'autres arguments tels que l'effet d'éviction ou le risque inflationniste sont aussi parfois avancés, mais ils ne sont guère pertinents dans le contexte actuel, du moins à court terme. On ne peut craindre l'effet d'éviction que si l'appétit d'investissement est élevé en regard du taux d'épargne. Dans ce cas, le surcroît d'investissement fait monter les taux d'intérêt et donc rend certains projets d'investissement privés non rentables. Cependant dans la

situation actuelle, avec un déficit de demande patent et une baisse des investissements marquée, l'investissement public ne se substitue pas à l'investissement privé, mais vient bien pallier à son absence. Face à un choc négatif de demande avec une baisse des investissements sans précédent et des taux d'intérêt à long terme à des niveaux historiquement bas, l'effet d'éviction ne peut être que quasi-inexistant.

De la même façon, une politique budgétaire a des effets inflationnistes si l'économie croît à un taux tel qu'elle met sous pression les capacités de production. Or le taux de capacités de production global est largement passé en dessous de sa moyenne de long terme, et dans certains pays (notamment la France) il a atteint des creux que l'on n'avait pas vus depuis plusieurs décennies.

Une critique plus solide porte sur les anticipations des agents : si les agents privés sont « ricardiens », ils anticipent que toute politique discrétionnaire de relance devra être compensée dans le futur par des prélèvements plus élevés; de surcroît, le niveau d'endettement des pays développés est déjà important et les prêteurs (investisseurs, marchés financiers) peuvent se poser la question de la capacité des Etats à rembourser leur dette, notamment en regard du coût du vieillissement démographique des populations.

L'argument du consommateur ricardien néglige le fait que l'horizon des consommateurs s'est considérablement raccourci dans la crise : certains d'entre eux sont contraints dans leur accès à la liquidité et au crédit; ceux-ci ont plus tendance à dépenser tout revenu supplémentaire ; pour d'autres, ou les mêmes, les anticipations sont dominées par la crainte de perdre son emploi. Par conséquent, des mesures immédiates, explicitement temporaires, de soutien de l'activité ne sont probablement pas de nature à susciter une épargne correspondante. Si le pouvoir d'achat injecté dans l'économie risque d'être épargné – comme il l'a largement été aux Etats-Unis au printemps 2008 – c'est moins en raison d'un comportement ricardien que parce que les ménages sont de toutes façons engagés dans le rétablissement de leurs comptes.

**Vraie contrainte du
niveau
d'endettement**

La soutenabilité des dettes publiques est en revanche une vraie question. En moyenne à 67.4% du PIB aujourd'hui dans la zone euro, la dette publique varie en réalité de 35.6 à plus de 100 suivant les pays. Or les pays européens n'ont pas beaucoup manifesté d'appétit à ajuster leurs finances publiques depuis près de deux décennies. Les efforts pour ajuster les finances publiques et abaisser le niveau de dette sous le seuil des 60% inscrit dans le Traité européen ont été très inégaux. Or les Etats ont déjà lourdement grevé leur capacité d'endettement :

- les pays de la zone euro se sont engagés à garantir les dépôts bancaires dans des proportions considérables ; et les injections de capital réalisés et à venir sont importantes. Au vu des coûts budgétaires payés par les pays qui ont traversé une crise financière similaire au début des années 90, le poids sur la dette de la crise s'annonce lourd.

-
- les calculs récents de la Commission Européenne montrent que les pensions vont fortement alourdir les finances publiques.

Le marché commence d'ailleurs à faire « payer » les pays de la zone euro qu'il estime plus à risque sur leur capacité à rembourser, sous la forme de hausse des taux d'intérêts sur leurs dettes, et une hausse des contrats d'assurance (CDS) sur ces pays. Même si les risques de défaut tels qu'évalués implicitement par le marché sont excessifs et traduisent en partie une pénurie de liquidité, il y a là un signal qu'on ne peut ignorer.

[Graphique 6 : spread et/ou CDS sur les Etats –longue période]

Ces contraintes de marché pèsent aujourd'hui plus lourd que toutes les contraintes institutionnelles. Notamment, le Pacte de stabilité et croissance n'est pas un élément restrictif dans les circonstances présentes. Celui-ci prévoit en effet des circonstances exceptionnelles élargies permettant de dépasser temporairement les seuils fixés par le Traité.

D) La politique monétaire entravée

**Situation
exceptionnelle : la
trappe à liquidités**

L'argument principal en faveur d'une action budgétaire vigoureuse est spécifique aux conditions actuelles : la politique monétaire apparaît aujourd'hui entravée. Outre en effet le blocage des canaux de transmission des impulsions de la banque centrale en raison de la réticence des banques à prêter, il faut souligner que la situation ressemble fort à la situation de trappe à liquidités qui s'était développée dans les années 90 au Japon. Les taux d'intérêt de la banque centrale ont atteint zéro aux Etats-Unis, ils y sont presque au Royaume-Uni, et s'en rapprochent rapidement ailleurs. Les agents sont indifférents à la détention de liquidité – qui ne se fait pas érodée par l'inflation, et qui ne rapporte que peu si placée. Pire, la crainte de la déflation, avec des prix toujours plus bas les conduit à repousser leurs achats : c'est la situation japonaise. Au total, la demande ne réagit pas au stimulus donné par la baisse des taux ou par l'augmentation de la base monétaire.

Une illustration frappante de cette situation est fournie par le « taux de Taylor » qui mesure le taux d'intérêt à court terme correspondant à un comportement standard de banque centrale attentive aux risques anticipés d'inflation. Ce taux a fortement baissé récemment et selon les calculs de Goldman Sachs, il devrait atteindre – 6% en 2010 (Hatzius, 2009). En d'autres termes la banque centrale devrait pour remplir sa mission de gestion de la conjoncture fixer le taux d'intérêt à un niveau impossible à atteindre.

Avec des taux à zéro, et une inflation proche de zéro voir négative, la politique monétaire n'est pas complètement impuissante : en mettant en place du *quantitative easing*, ou comme c'est le cas de la Fed aujourd'hui et peut-être de la BCE demain, du *credit easing*, la

politique monétaire peut continuer à faire baisser les taux d'intérêt à moyen et long terme. Mais elle est fortement handicapée.

En revanche, le fait même que l'économie soit dans cette situation particulière fait que les arguments traditionnels contre la politique budgétaire ne s'appliquent pas. Comme le dit Paul Krugman (2008) lorsque l'économie se trouve dans une trappe à liquidité, le coût marginal social des dépenses publiques est bas. Comme il n'y a pas assez de demande pour que l'économie se rapproche du plein-emploi, l'Etat vient pallier la déficience de la demande privée avec des dépenses supplémentaires publiques. Jusqu'à ce que l'économie atteigne le plein-emploi, la dépense publique a un coût social marginal faible ; en revanche, dès que le plein-emploi est atteint, le coût social marginal de cette dépense remonte brutalement et le soutien budgétaire doit s'arrêter. A ce point d'équilibre, en effet, la dépense publique évincerait la dépense privée. Partant, la pression de l'investissement sur l'épargne ferait remonter les taux d'intérêt. Enfin, comme le taux d'utilisation des capacités de production remonterait, on se rapprocherait d'une situation où la demande pourrait mettre trop de pression sur l'offre, et générer de l'inflation. Mais nous en sommes loin.

E) Quelle politique budgétaire mener ?

Le FMI a récemment publié un « code de conduite de la bonne politique budgétaire », qui repose beaucoup sur l'expérience des pays scandinaves, celle du Japon, et celle des Etats-Unis lors de la crise des *Savings and Loans* (Blanchard et al., 2008) . Les principes de base sont que la politique budgétaire (qui doit venir soutenir l'activité à la suite des plans de sauvetage du secteur financier) doit être mise en place rapidement, avoir une grande ampleur (à l'échelle de la baisse de la demande), couvrir un horizon de quelques années (la récession classique dans un pays victime d'une telle crise durant en moyenne 3 ans, avec une grande variabilité selon les cas), être conditionnelle à l'état de la demande, et s'inscrire dans une optique de soutenabilité à moyen terme de la dette publique, c'est-à-dire tenir compte du niveau de dette existant et de l'ajustement nécessaire à la sortie de la crise. A chaque pays, bien sûr, de moduler ses efforts dans ce cadre en fonction de sa situation particulière.

Dans ce contexte quatre débats sont aujourd'hui ouverts sur les plans de relance :

- Le premier porte sur leur durée : faut-il, selon le slogan en vogue, une intervention qui soit *timely, targeted, and temporary* ou plutôt, comme l'a proposé Larry Summers, se fixer l'objectif d'une action *speedy, substantial and sustained* ?
- Le deuxième concerne les leviers d'intervention : faut-il agir directement par la dépense ou indirectement par la fiscalité, les transferts et les subventions ?
- Le troisième a trait à l'orientation des mesures : faut-il privilégier l'action sur la demande ou sur l'offre ?

-
- Enfin le quatrième touche aux stratégies de sortie : comment assurer la soutenabilité des finances publiques, à quel moment mettre fin à l'action.

Action temporaire ou prolongée ?

Sur le premier point, la situation suggère que les gouvernements devraient élaborer des « stratégies budgétaires » qui inscrivent leurs actions de relance dans un cadre de moyen terme, et pour cela prendre en compte deux facteurs. Tout d'abord, la crise ayant un caractère exceptionnel, les estimations habituelles des multiplicateurs ne sont pas forcément de bons guides dans la situation actuelle : il faut donc balayer large dans le spectre des mesures pouvant être mises en œuvre. Ensuite, si l'on suppose que la crise peut durer jusqu'en 2010 inclus, il faut mettre en place des mesures qui auront effet sur l'ensemble de la période à venir. Le slogan *timely, targeted and temporary* repose sur l'hypothèse d'un profil en V qui est loin d'être garanti. Le risque, pour les gouvernements qui adoptent une telle approche, est de devoir se renier rapidement – avec pour conséquence un coût en crédibilité.

Dépenses directes ou action indirecte ?

Sur le deuxième point, les dépenses directes ont évidemment l'avantage de l'effectivité car les mesures indirectes visant à stimuler la consommation ou les investissements peuvent se révéler inefficaces si les agents privés en manque de confiance ont tendance à thésauriser. Mais on ne peut ignorer l'arbitrage entre rapidité et effectivité : les Britanniques ont privilégié une baisse de TVA qui est entrée en application dès la fin 2008, tandis que les mesures d'investissement public allemandes ne prendront pas véritablement effet avant le deuxième semestre 2009. Dans les deux cas il y a déperdition, dans le premier cas par l'épargne et dans le second par le délai d'action.

De manière générale, les dépenses publiques directes doivent pallier le déficit de demande le plus vite possible et viser à restaurer la confiance :

- une amélioration temporaire de l'indemnisation du chômage (en durée et éventuellement montant) est pleinement justifiée ; de même, l'emploi public peut être accru de façon temporaire pour pallier la hausse rapide du chômage ; en revanche, il faut éviter d'augmenter les salaires du secteur public car une telle mesure n'est pas aisément réversible ;
- l'impact des plans de soutien sur les anticipations doit être particulièrement travaillé ; c'est en effet la hausse des craintes sur le climat incertain de l'économie qui est responsable du coup d'arrêt de la demande au quatrième trimestre ;
- les mesures ciblant les consommateurs doivent chercher à restaurer la confiance pour éviter une montée de l'épargne de précaution et inciter à dépenser aujourd'hui. Pour les consommateurs affectés par la baisse des prix de l'immobilier, il peut s'agir de mesures leur permettant d'étaler les remboursements dans le temps, afin de ne pas mettre en péril leur solvabilité et de leur permettre de continuer à consommer ;

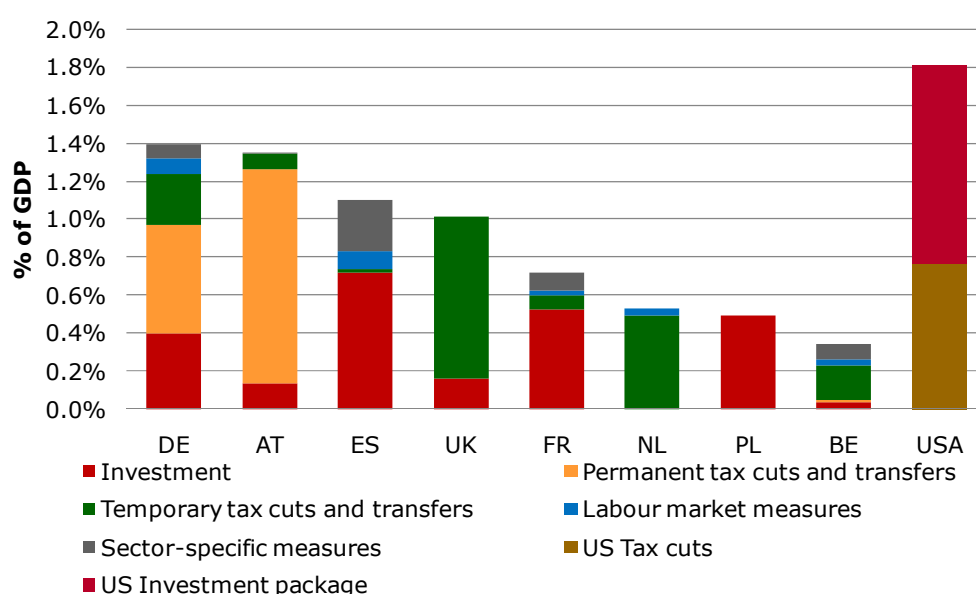
- pour les consommateurs ayant des contraintes de « liquidité », il faut assurer une partie de leur revenu en ciblant les allocations (chômagés, parentales, logement) de façon à maintenir un certain niveau de revenu, ou en fournissant des subventions à la consommation (comme les chèques consommation des Allemands et des Italiens).

Politiques d'offre ou de demande ?

Certains gouvernements comme celui du Royaume-Uni privilégient l'action sur la demande, tandis que d'autres, comme en France, mettent l'action sur l'offre. La logique suggère qu'à un choc de demande on réponde par une politique de soutien à la demande. Il est possible de s'efforcer de remédier en même temps aux faiblesses de l'offre en privilégiant les dépenses d'investissement (infrastructures, recherche, etc..) mais les subventions sectorielles ont peu de probabilité d'avoir un effet marquant. Au contraire, elles justifient l'anxiété et risquent de susciter une série de demandes sectorielles, pas forcément justifiées par la crise mais pouvant aussi résulter de la perte de compétitivité de ces secteurs. Cela aboutit à des effets d'aubaine. En outre, accéder à ces requêtes sectorielles conduirait à entretenir le protectionnisme (le secteur automobile où les pays européens multiplient les aides sans concertation est à ce sujet un exemple inquiétant). Il est plus opportun de pallier les manques de crédit (pour l'investissement ou l'exportation, ou simplement de trésorerie) par des garanties d'Etat ou des engagements du secteur bancaire.

Ce qui est clair en tous cas est que les Etats européens ont adopté des orientations très différentes les uns des autres (Graphique 7). Aucune coordination significative n'a d'ailleurs eu lieu entre eux quant au contenu souhaitable des plans de relance.

Graphique 7 : Ampleur et orientation des plans de relance



Source : estimations Bruegel

La soutenabilité de la dette

On l'a vu, les craintes quant à la soutenabilité de l'endettement public peuvent représenter un vrai obstacle à l'efficacité des politiques budgétaires : le consommateur peut être amené à maintenir son comportement attentiste en augmentant son épargne lorsqu'il le peut ; et les marchés peuvent faire payer aux Etats sous formes de prime de risque élevées leur manque de crédibilité quant aux conditions d'une maîtrise de l'endettement une fois la crise passée.

Le niveau d'endettement, l'évolution passée de certains pays, ou l'un et l'autre simultanément peuvent effectivement faire peur. La Grèce combine crise politique, dérive inflationniste et réputation de mauvaise gestion des finances publiques. L'Italie n'est pas parvenue à réduire significativement son niveau d'endettement depuis qu'elle est entrée dans l'euro. Les finances publiques irlandaises sont menacées par l'ampleur de la crise bancaire et les répercussions possibles des engagements de recapitalisation et de garantie. L'Autriche même apparaît comme fragile en raison de la taille de son système bancaire, qui s'est beaucoup développé en Europe centrale. On peut multiplier les cas et discuter de chacun d'eux. Un fait est là : le marché, à qui l'on reprochait son manque de vigilance sur les finances publiques des Etats membres de la zone euro, a commencé à réviser ses appréciations. Alors que la construction de l'euro avait conduit à une convergence à la baisse des taux d'intérêt nominaux des pays de la zone, on voit aujourd'hui les *spreads* sur les emprunts souverains et le coût des instruments d'assurance (CDS) s'écarter de façon marquée (voir graphique N plus haut).

La question de la soutenabilité oppose ceux qui mettent l'accent sur les dysfonctionnements actuels des marchés et soutiennent que l'écartement des *spreads* reflète essentiellement des problèmes de liquidité, et ceux qui soulignent au contraire les problèmes d'équilibre intertemporel des finances publiques. Cette querelle est classique en situation de crise financière : il est toujours très difficile de distinguer crise de liquidité et crise de solvabilité. Cependant la prudence conduit à prendre au sérieux les inquiétudes sur la soutenabilité et à prévenir le risque de crise de financement en situant dès maintenant l'action en faveur de la relance dans le cadre d'une stratégie à moyen terme. Cela conduit notamment à privilégier les mesures réversibles et à accompagner l'accroissement des dépenses ou la baisse des prélèvements de mesure qui améliorent le profil intertemporel des finances publiques, comme des réformes des retraites ou d'autres mesures qui réduisent les déficits futurs (Pisani-Ferry, Sapir et von Weizsäcker, 2008).

F) Où en sommes-nous dans la zone euro ?

L'appel lancé par le FMI pour des plans budgétaires d'ampleur a trouvé écho auprès de la Commission européenne, du G20 et de nombreux économistes. La Commission en particulier a proposé aux pays de l'Union européenne de mettre en place un plan de soutien budgétaire de l'ordre de 1.5% de PIB. En réalité les plans annoncés

en Europe sont d'ampleur relativement modeste. Barclays et Bruegel aboutissent à une évaluation analogue du volet budgétaire des plans de relance européens : au total, ceux-ci représentent une impulsion ex ante de 0.8% du PIB de l'Union en 2009 (et, selon Barclays, un peu moins en 2010). C'est sensiblement moins qu'aux Etats-Unis (1,8% du PIB pour l'année calendaire 2009, davantage en 2009) et beaucoup moins qu'en Chine (6.0% à 8% du PIB selon les évaluations). L'effort de relance européen est donc limité.

Un calcul de coin de table donne une idée de l'ampleur du stimulus qui serait effectivement nécessaire pour pallier le déficit de croissance : si l'on retient l'estimation conservatrice d'un effet de 1 pour 1 du stimulus budgétaire sur le niveau du PIB (autrement dit un multiplicateur unitaire) et une prévision de contraction du PIB de l'ordre de 2% pour 2009, alors le stimulus budgétaire devrait être de l'ordre de 2 points de PIB pour seulement empêcher une contraction de l'activité. La zone euro devrait donc faire plus en termes de dépenses budgétaires totales.

**Un manque évident
de coordination**

La relative timidité budgétaire des pays de la zone euro reflète la diversité des situations, mais aussi l'absence de considération pour le bien commun. Cette crise a été marquée par les ratés de la coordination entre pays européens. En matière budgétaire comme pour le sauvetage des banques, chacun a mis en place son propre plan et la Commission européenne a peiné pour donner à l'ensemble l'apparence d'une cohérence. En raison de l'intensité des échanges commerciaux au sein de la zone euro, toute relance de la consommation est un soutien à l'activité des voisins et beaucoup de gouvernements ont secrètement espéré que l'effort de relance reposerait sur les partenaires². Cela aurait précisément dû conduire à une coordination plus étroite, même si les difficultés de celle-ci sont évidentes en raison de la diversité des situations économiques et budgétaires.

Pour l'avenir, trois chantiers apparaissent prioritaires.

Le premier chantier est d'organiser la poursuite des efforts de relance en évitant que ceux-ci aboutissent à une fragmentation de l'Union européenne. Le risque est sérieux, car les efforts actuels sont à la fois globalement insuffisants et trop disparates.

Le deuxième chantier est d'assurer une sortie maîtrisée de l'effort de relance une fois que celui-ci ne sera plus nécessaire et d'envisager dès maintenant les conditions de la maîtrise des finances publiques à moyen terme. A la sortie de crise, les ratios de dette sur PIB devraient avoir augmenté de près de 10 points en

² Si beaucoup l'ont secrètement espéré, il s'est trouvé un responsable politique pour l'écrire, le ministre de la Défense irlandais Willie O'Dea pour qui « *We tried the fiscal stimulus approach in response to the oil shock in the late seventies. The increased spending power given to the Irish consumer largely leaked out on increased imports and left us in an even worse position. There is absolutely no evidence to suggest that the same thing would not happen again... From Ireland's point of view, the best sort of fiscal stimulus are those being put in place by our trading partners. Ultimately these will boost demand for our exports without costing us anything* ». On ne peut imaginer expression plus parfaite des problèmes de la coordination des politiques de relance dans un cadre d'interdépendance. Cité par Kevin O'Rourke (2009).

moyenne si l'on se réfère aux crises bancaires précédentes dans les pays nordiques. Or le vieillissement démographique fait peser une lourde charge sur les finances publiques à un horizon désormais proche. Il faudra donc soit laisser l'inflation grimper pour éroder la valeur de la dette, soit ajuster les finances de ces pays qui auront un niveau de dette peu soutenable. Convaincre les marchés de la réalité des engagements en faveur du contrôle des dépenses sera très vite nécessaire pour empêcher la montée d'anticipations d'inflation et abaisser les coûts de l'endettement.

Il faut donc introduire des mesures réversibles de façon crédible et mettre en place un engagement crédible pour le moyen terme. L'engagement sur la réversibilité de mesures prises peut se faire via des *sunset clauses* à l'américaine³. Il faut par ailleurs revoir, principalement dans un cadre national mais sur une base coordonnée, les règles qui imposent une conduite contra-cyclique de la politique budgétaire. Le geste de l'Allemagne d'introduire en même temps que le plan de relance un « frein à dette » plus contraignant – qui limite le déficit structurel à 0.5% du PIB sur le cycle – va dans le bon sens.

Le troisième chantier est de conjurer très rapidement le risque de crise de financement d'un Etat de la zone euro. Le pire n'est pas certain mais le scénario fait désormais partie des possibles. Soit l'Union est capable de faire face à un incident de ce type de manière crédible, en fournissant au pays en difficulté une assistance financière conditionnelle assortie d'un monitoring étroit des réformes nationales. Elle aura alors démontré une capacité de gestion de crise dont les institutions n'ont pas fait preuve jusqu'à présent. Soit, par manque d'instrument ou manque de cohésion, elle se résout à un programme FMI, ce qui aurait des conséquences pratiques moins graves qu'une intervention communautaire mal préparée et mal conduite mais sonnerait comme un grave échec politique.

Ces trois chantiers sont essentiels pour le bon fonctionnement et la crédibilité de la zone euro.

Conclusion

Au total, le débat sur le rôle de la politique budgétaire dans la régulation de la conjoncture a évolué. La question n'est plus de savoir si celle-ci doit aller au-delà du libre jeu des stabilisateurs automatiques, ni si elle est rendue inefficace par les effets d'éviction, mais plutôt comment une politique traditionnellement pensée en fonction de cycles courts doit être repensée dans un contexte de récession profonde et de durée incertaine. Dans ce contexte, la gamme des actions possible est devenue plus large.

A moyen terme cependant, le débat porte toujours sur trois questions :

1) Quelle doivent être l'ampleur et la durée des plans de relance ? Après avoir engagé une réponse de court terme sous l'hypothèse d'une crise brève, les gouvernements sont confrontés à des choix

³ . Un exemple est la baisse de TVA britannique : le gouvernement s'est engagé à ce qu'elle soit temporaire

difficiles : Doivent-ils accroître leur effort au-delà des engagements pris ? Beaucoup de plans européens, notamment le plan français, apparaissent de plus en plus insuffisants au regard de l'ampleur du choc. Doivent-ils se préparer une poursuite de la relance en 2010 ? Il est désormais très probable qu'au moment des discussions budgétaires, à l'automne 2009, l'économie sera en phase de stabilisation à un niveau d'activité dégradé. Il faut donc se préparer à un effort renouvelé en 2010.

2) Quelle doivent être les stratégies de sortie, ou pour le dire autrement comment pré-engager de manière crédible les Etats à un véritable redressement budgétaire une fois la crise passée, surtout face au vieillissement des populations qui pèsera bientôt sur les finances publiques ? La question ne peut être renvoyée aux lendemains de la crise, parce que la réponse conditionne dès aujourd'hui les anticipations des ménages et des entreprises, et les réactions des marchés ;

3) Quel rôle pour l'Europe ? Le caractère intermittent et au total la faiblesse de la coordination ont contribué à accroître l'anxiété parmi des citoyens témoins querelles à répétition et d'une absence de réponse structurée aux enjeux de gouvernance de la zone euro. Outre que ce spectacle fait accroire que les gouvernements sont enclins à sous-estimer la gravité de la situation, il inquiète parce qu'il fait craindre que l'emporte *in fine* la tentation du chacun pour soi et des réponses protectionnistes.

Références

Boone, Laurence (2009), "Government spread widening unlikely to cause break-up of euro area", Barclays Capital, Euro Theme, janvier.

The Economist website on fiscal stimulus

http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=13035552

European Commission (2008), "A European Economic Recovery Plan"

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13504_en.pdf

Pisani-Ferry, Jean, Sapir, André, von Weizsäcker, Jakob (2008), "A European recovery programme", Bruegel Policy Brief, novembre.

http://www.bruegel.org/Public/Publication_detail.php?ID=1169&publicationID=9811

Hatzius, Jan (2009), "The Fed's Hard Slog", Goldman Sachs US Economic Analyst N° 09/2, janvier.

IMF, World economic outlook, Oct. 2008, "Fiscal policy as a countercyclical tool" (chapter 5), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/pdf/c5.pdf>

Blanchard, Olivier, et al. (2008), "Fiscal policy for the crisis", IMF staff position note, décembre.

<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/122308.pdf>

Krugman, Paul (2008), "Optimal fiscal policy in a liquidity trap", mimeo, décembre.

<http://www.princeton.edu/~pkrugman/optimalg.pdf>

Taylor, John (2000), "Reassessing Discretionary Fiscal Policy", *Journal of Economic Perspectives* Volume 14, Number 3, pp 21–36

Taylor, John (2009), "The Lack of an Empirical Rationale for a Revival of Discretionary Fiscal Policy", AEA Conference paper,

<http://www.aeaweb.org/assa/2009/retrieve.php?pdfid=387>