

La crise et ses répercussions sur la conduite des politiques monétaire et budgétaire

La crise financière déclenchée en 2007 a transformé en profondeur les instruments de politique économique et la manière dont les économistes avaient l'habitude de les analyser, même s'il est encore tôt pour en mesurer toute la portée. La première certitude qu'il a fallu remettre en cause est l'idée que les fluctuations macroéconomiques étaient sous contrôle. L'époque de la Grande Modération, que les pays développés ont connue depuis le milieu des années 1980 avec une production et une inflation stables, ne semble ainsi plus d'actualité.

Ce contexte économique avait abouti à une nouvelle synthèse dans la pensée économique⁽¹⁾, où les économies ne s'éloignaient de l'équilibre que sous l'effet de chocs exogènes, et non de processus internes sources de déséquilibres cumulatifs. Les conséquences du krach boursier de 1987 ou de l'explosion de la bulle internet en 2000 ont été en effet bien maîtrisées. Peu d'attention était d'ailleurs

portée à la réglementation financière et à l'impact d'une crise financière sur la sphère réelle. De plus, la politique monétaire était l'instrument principal d'une politique contracyclique, conduite le plus indépendamment possible, permettant une mise en œuvre plus rapide que la politique budgétaire soumise aux contraintes politiques.

Mais en 2007, l'explosion d'une bulle spéculative sur le logement aux États-Unis notamment, et la crise des *subprimes* dans un secteur financier dérégulé, ont non seulement obligé les banques centrales à baisser les taux d'intérêt presque à zéro et à mener des politiques non conventionnelles, mais ont aussi contraint les États à augmenter fortement leurs déficits pour éviter *in fine* de subir une nouvelle Grande Dépression. La crise financière a transformé le monde économique : il s'agit maintenant de l'interpréter⁽²⁾. ■

[1] Comme le résumait Blanchard [2008] et Woodford [2009].

[2] Voir le document de travail "La crise et ses répercussions sur la conduite des politiques monétaire et budgétaire", n° 2011-05, Centre d'analyse stratégique, septembre.

LES ENJEUX Les décideurs publics ont, pour faire face à la crise, mis en place des politiques économiques inhabituelles par leur nature et leur ampleur pour éviter de sombrer dans une “trappe à liquidité”. De tels instruments monétaires et budgétaires ont certes révélé leur efficacité dans ce contexte, en évitant de s'enfoncer dans ce qui aurait pu constituer une nouvelle Grande Dépression, mais alourdissent les bilans publics des États comme des banques centrales. La gestion de leur soutenabilité nécessite la définition d'un bon *timing* dans le “retour à la normale”, en évitant le risque d'une rechute déflationniste de l'activité et de l'emploi.

LES RÉACTIONS RAPIDES ET DE GRANDE AMPLEUR DES POLITIQUES MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE ONT PERMIS D'ÉVITER UNE NOUVELLE GRANDE DÉPRESSION

Au moment de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, beaucoup d'économistes ont craint que la récession commencée fin 2007 ne se transforme en nouvelle Grande Dépression⁽³⁾. Plusieurs travaux ont d'ailleurs comparé ces deux épisodes : Paul Krugman, par exemple, observe en mars 2009 l'indice de la production industrielle aux États-Unis au cours des deux périodes et déduit, par l'ampleur de sa dégradation, que nous vivons “une moitié de Grande Dépression”⁽⁴⁾.

Au regard des données historiques de la Société des Nations (SDN)⁽⁵⁾, il apparaît bien que les chutes de la production industrielle et du cours des actions ont été aussi fulgurantes lors des premiers mois de la crise récente qu'elles l'avaient été dans les années 1930. Cependant, la production n'a pas atteint des niveaux aussi bas qu'à l'époque et son redressement a été plus rapide. En outre, l'indice des prix à la consommation n'indique pas de déflation à la suite de la crise de 2007. La différence avec la Grande Dépression est surtout remarquable par la rapidité et l'ampleur des politiques de soutien mises en place aujourd'hui. Les taux directeurs des banques centrales ont en effet été plus rapidement et plus fortement abaissés que lors de la crise des années 1930, et les déficits publics alourdis dans des proportions plus élevées (*graphique 1*).

LES RISQUES APRÈS LA FAILLITE DE LEHMAN BROTHERS

La justification économique de ces orientations “massives” réside dans la crainte de sombrer dans une trappe à liquidité, à l'exemple de la “décennie perdue” au Japon (années 1990), à propos de laquelle les analyses convergent pour juger que les réponses politiques avaient été trop tardives et trop timorées par rapport à l'enjeu (*encadré 1*). Dans la récente crise, les banques centrales n'ont eu d'autre choix que de baisser fortement les taux d'intérêt de court terme, qui ont atteint leur plancher dès le début de l'année 2009. Elles l'ont fait plus vite que les pratiques habituelles ne le laissaient attendre (aux États-Unis et au Royaume-Uni notamment). La crise bancaire qui se propageait grippait cependant les canaux habituels de transmission de la politique monétaire : il fallait par conséquent recourir à de nouvelles politiques.

A- Le risque de tomber dans une trappe à liquidité

Avant la crise, il était usuel de se représenter les décisions de politique monétaire selon une règle dite “de Taylor” (1993). Une telle règle relie la fixation des taux d'intérêt par la banque centrale aux écarts de production et d'inflation par rapport à leurs cibles. Cette fonction de réaction des banques centrales n'est cependant pas exempte de dangers.

Encadré 1 :

Trappe à liquidité et expérience japonaise de la “décennie perdue”

Une trappe à liquidité se définit à l'origine comme une situation où la demande de monnaie est parfaitement élastique : un supplément d'offre de monnaie ne permet pas de diminuer les taux d'intérêt (la courbe de demande est horizontale). Or, dans la théorie keynésienne standard, l'offre de monnaie agit sur l'activité uniquement à travers les variations induites de taux d'intérêt.

Dans une situation de trappe à liquidité, une augmentation de l'offre de monnaie, qui n'agit pas sur les taux, échoue donc à relancer l'activité. Les tenants de la théorie quantitative de la monnaie soulignent au contraire qu'une augmentation de l'offre de monnaie peut stimuler l'activité même si les taux ne sont pas modifiés dans la mesure où le stock d'encaisses nominales des individus augmente, et donc *in fine* la demande agrégée.

[3] Ce n'est pas un hasard si Barack Obama a décidé de reconduire Ben Bernanke à la tête de la Fed et de nommer Christina Romer à la tête de son Conseil économique, deux économistes qui se sont fait connaître par leur analyse des politiques économiques menées pendant la Grande Dépression des années 1930 aux États-Unis [Bernanke, 1983 ; Romer, 1992].

[4] Paul Krugman, “The Great Recession versus the Great Depression”, *The Conscience of a Liberal*, 20 mars 2009, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/20/the-great-recession-versus-the-great-depression/>. D'autres ont comparé les cours des actions américaines comme Doug Short, “The four bad bears”, *Advisor Perspectives*, 14 août 2011, <http://www.advisorperspectives.com/dshort/updates/Four-Bad-Bears.php> ou le marché du travail tel Justin Fox, “On the job front this is no Great Depression”, *The Curious Capitalist*, 16 mars 2009, <http://curiouscapitalist.blogs.time.com/2009/03/16/on-the-job-front-this-is-no-great-depression-not-even-close/>. Voir aussi le FMI dans le *World Economic Outlook* avril 2009 ; T. Helbling [2009], “How similar is the current crisis to the Great Depression?”, *Voxeu*, 29 avril 2009, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3514> et Almunia, M., Bénétrix, A., Eichengreen, B., O'Rourke, K. H. et Rua, G. [2009].

[5] Annales statistiques de la SDN numérisés par l'université Northwestern [<http://digital.library.northwestern.edu/league/stat.html>].

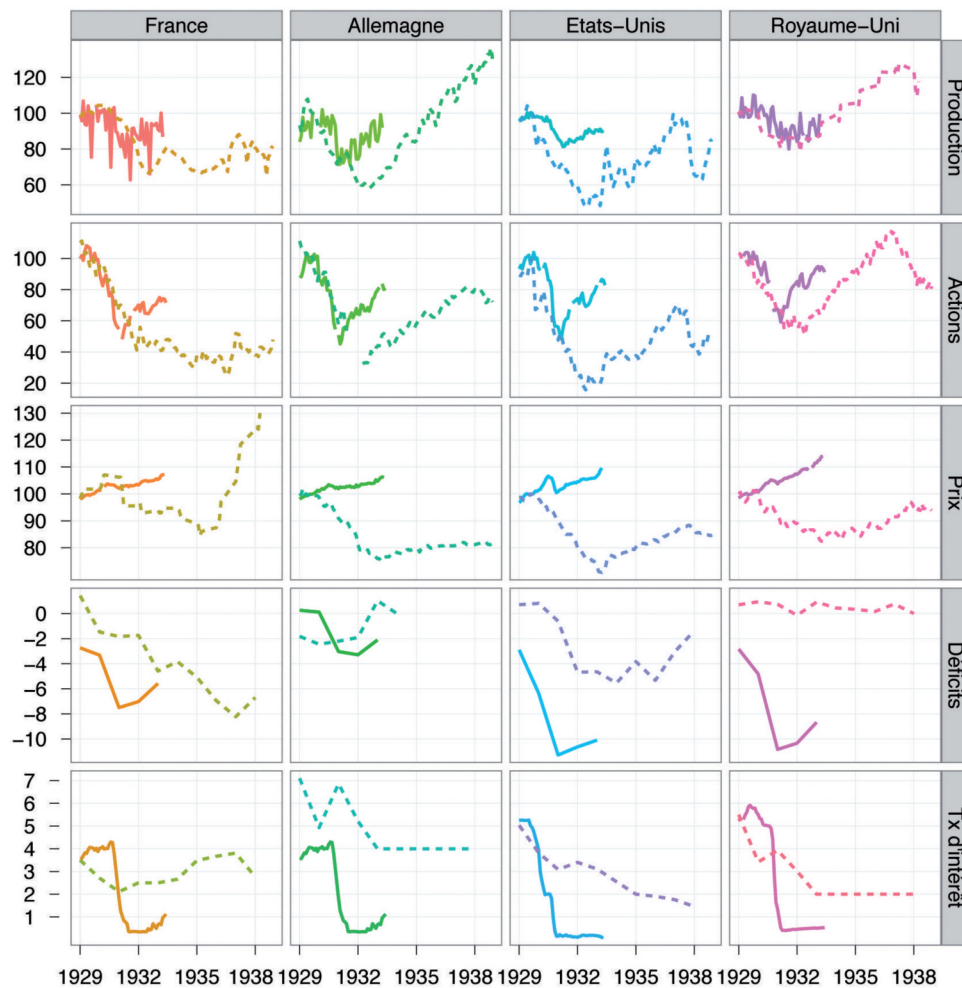
C'est sur cette base qu'est mené le *quantitative easing* par la Banque du Japon dans les années 1990. Mais la stagnation de l'économie japonaise qui a suivi a remis en cause cette vision et renouvelé l'intérêt pour le concept de trappe à liquidité (où l'offre de monnaie n'agit pas sur l'activité), qui désigne aujourd'hui une situation où le taux d'intérêt nominal est nul.

Si la littérature économique récente renoue avec la tradition keynésienne, elle nuance cependant les conclusions en insistant sur la capacité qu'a l'autorité monétaire d'augmenter les anticipations d'inflation des individus même en situation de trappe à liquidité, donc de diminuer les taux d'intérêt réels, pour finalement augmenter la demande agrégée aujourd'hui (Krugman, 1998 ; Eggertsson et Woodford, 2003). La trappe à liquidité devient ainsi une vraie trappe uniquement si la banque centrale est incapable de modifier les anticipations.

Des chercheurs ont mis en évidence l'insuffisance de la règle de Taylor lorsque les taux d'intérêt nominaux sont à leur plancher (Benhabib, Schmitt-Grohé et Uribe, 2001). Ils montrent que la règle de Taylor ne permet pas alors de retrouver un sentier de croissance équilibrée : on se trouve enfermé dans un autre équilibre où coexistent déflation et taux nominaux très bas, à l'exemple du Japon. Cet article, qui a suscité quelques débats entre experts à sa publication, prend, dans la situation actuelle, un tout autre ampleur⁽⁶⁾ : alors que bon nombre d'analystes considéraient le cas japonais comme une exception, le danger pour la zone euro et les États-Unis de sombrer dans un scénario à la japonaise fut davantage pris au sérieux à partir de l'automne 2008 (*graphique 2*).

Graphique 1 :

La crise de 2007 et la Grande Dépression des années 1930 : réponses des politiques monétaire et budgétaire

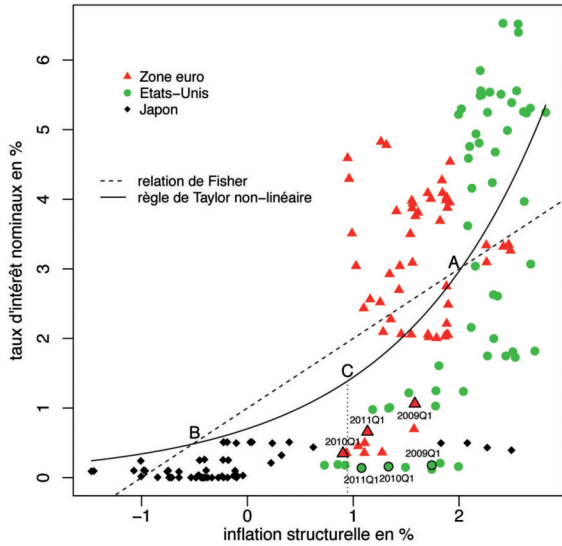


Lecture : Les indices de production industrielle, de cours des actions et de prix à la consommation sont en base 100 (septembre 1929 et septembre 2007). La période de la Grande Dépression est en pointillé, celle d'après 2007 en trait plein.

Sources : Société des Nations, OCDE, Bordo et al. (2001).

[6] Bullard J. (2010).

Graphique 2 :
Relation entre taux d'intérêt nominaux fixés par les banques centrales et inflation sous-jacente dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon, 1998q1-2011q1



Lecture :

L'inefficacité de la règle de Taylor dans un régime d'inflation faible et de taux d'intérêt nul

Le croisement des taux d'intérêt nominaux fixés par les banques centrales avec l'inflation structurelle (hors prix de l'alimentation et de l'énergie) souligne bien la spécificité japonaise : des taux inférieurs à un et une inflation structurelle souvent négative au cours des dix dernières années. La zone euro et les États-Unis affichent une inflation positive, avec une tolérance plus forte du côté américain pour l'inflation (pour un même taux d'intérêt, l'inflation américaine est plus forte), mais les derniers points se rapprochent fortement du cas japonais.

La ligne pointillée représente la relation de Fisher pour des actifs sûrs, selon laquelle un taux d'intérêt nominal a une composante réelle plus une prime "d'érosion monétaire" équivalente à l'inflation anticipée^[7]. La ligne pleine représente quant à elle une règle de Taylor estimée sur l'ensemble des données. Elle décrit comment le taux d'intérêt de court terme répond à l'inflation^[8]. Dans la partie droite, la politique monétaire est active : lorsque l'inflation est au-dessus (au-dessous) de la cible, le taux d'intérêt augmente (diminue), mais plus que la déviation de l'inflation par rapport à sa cible. Quand la courbe décrivant la règle de Taylor coupe la droite de la relation de Fisher au point A, on peut penser qu'il existe un état où le politique ne désire pas modifier les taux et qu'il veut ancrer les anticipations sur cette inflation. C'est un équilibre au sens où, s'il n'y a pas d'autres chocs sur l'économie, rien ne changera en matière de taux d'intérêt ou d'inflation. Dans le graphique, cet équilibre correspond à un taux d'inflation d'environ 2 % et à un taux d'intérêt de 3 %.

Quand on s'éloigne de l'équilibre, et c'est là l'intérêt de la démonstration, il existe un deuxième point d'intersection entre les deux courbes (le point B sur le graphique), créant un second état d'équilibre. Selon ce que suggère la figure, ce second état arrive pour une inflation de -0,5 %. L'analyse de Benhabib *et al.* [2001] souligne le fait qu'à partir d'un certain seuil, la politique monétaire n'est plus active mais passive. Ainsi, quand l'inflation décroît, le taux n'est plus abaissé à cause du plancher nul. Toujours dans ce contexte, quand l'inflation croît, les taux ne répondent plus d'un point pour un point de déviation par rapport à la cible parce que l'inflation est bien en dessous de sa cible. Le secteur privé anticipe alors une inflation négative cohérente avec la relation de Fisher, et donc rien ne change. On peut calculer en utilisant les données de ce graphique quelle est l'inflation à partir de laquelle la politique monétaire devient passive :

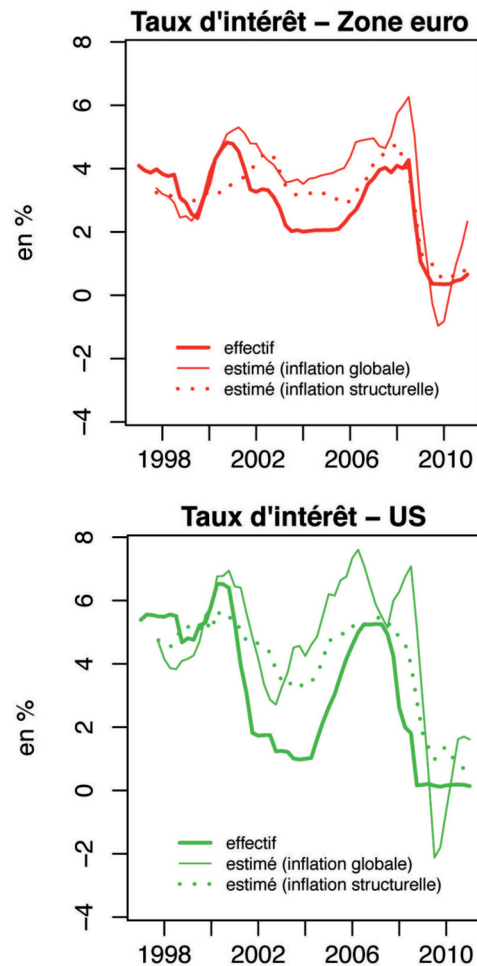
elle correspond à l'abscisse du point C (où la pente de la tangente à la courbe de Taylor est unitaire), soit une inflation de 0,9 %. L'inflation sous-jacente depuis 2010 avoisine cette valeur, renforçant les préoccupations sur les dangers d'une trappe à liquidité.

Source : OCDE, calculs CAS

B- Les économies développées face à la contrainte du taux d'intérêt plancher dès 2009

Dans quelle mesure subissons-nous depuis 2007 la contrainte du taux d'intérêt plancher ? Répondre à cette question fournit une première appréciation des risques encourus de sombrer dans une trappe à liquidité. Sur la période actuelle, les taux nominaux calculés selon la règle de Taylor seraient négatifs (graphique 3), à l'exception du Royaume-Uni où l'inflation reste assez élevée^[9].

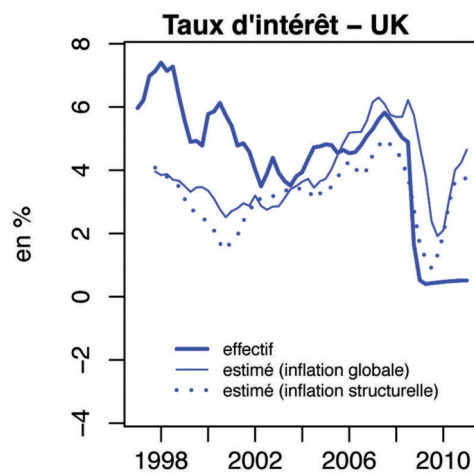
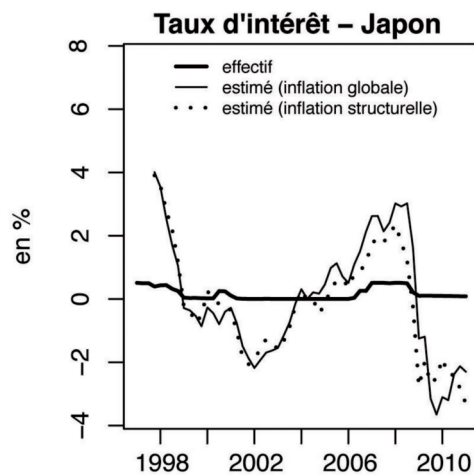
Graphique 3 :
Taux d'intérêt nominaux directs effectifs et estimés par une règle de Taylor selon différentes mesures



[7] La composante réelle peut être égale au taux de préférence pour le présent. On la fixe ici à 1 % [les rendements à court terme des actifs sûrs ont été historiquement bas].

[8] La spécificité ici est de représenter une courbe non-linéaire, du fait du taux plancher.

[9] La règle de Taylor prend initialement la forme $i_t = \pi_t + r_t^* + 0.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5(y_t - y^*)$ où le taux d'intérêt nominal i_t déterminé par les banques centrales est fonction de l'inflation annualisée moyenne sur les quatre derniers trimestres π_t , d'un taux d'intérêt réel neutre r_t^* , de l'écart de l'inflation annualisée à une inflation cible $(\pi_t - \pi^*)$ et de l'écart de production à sa cible $(y_t - y^*)$. Le taux d'intérêt neutre et l'inflation cible sont fixés à 2 %. On retrouve ainsi la relation de Fisher (avec un taux nominal égal au taux réel plus l'inflation), si les écarts de production et d'inflation à leurs cibles sont nuls.



Lecture : Les taux d'intérêt nominaux fixés par les banques centrales sont représentés en traits pleins épais. Ceux estimés selon une fonction de Taylor à partir de l'inflation globale en traits pleins continus, et à partir de l'inflation sous-jacente en pointillé.

Source : OCDE, calculs CAS.

La difficulté cependant d'interpréter ces résultats réside pour partie dans l'arbitraire de la forme donnée à la règle de Taylor. L'appréciation du risque déflationniste et le réglage adéquat de la politique monétaire butent aussi sur l'incertitude qui pèse sur l'évaluation de l'écart de production en temps de crise. La politique monétaire, même conduite conformément à une règle "mécanique", laisse une forte place aux convictions des banquiers centraux. Néanmoins, la contrainte du taux plancher est suffisamment évidente, à partir de 2008, pour juger que le taux d'intérêt nominal ne permet plus de mener une politique contracyclique⁽¹⁰⁾, et nécessite le recours à des politiques non conventionnelles.

⊕ POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLE ET DÉFICITS PUBLICS ÉLEVÉS : DES ARMES EFFICACES POUR LUTTER CONTRE LA CRISE

⊖ A- La politique monétaire non conventionnelle depuis 2007

Les épisodes qu'a connus le système financier depuis 2007 ont appelé des mesures exceptionnelles de la part des autorités monétaires, qui sont intervenues directement sur les segments des marchés financiers les plus vulnérables. Ces mesures ont sans doute évité une nouvelle Grande Dépression, ce qui n'était pas joué à l'automne 2008.

Le bilan de ces politiques monétaires non conventionnelles menées par trois grandes institutions (Réserve Fédérale, Banque centrale européenne et Banque d'Angleterre) montre un "avant" et un "après" la faillite de Lehman Brothers survenue en septembre 2008 (Lenza, Pill et Reichlin, 2010). Dans la période pré-Lehman, les trois banques centrales ont fourni une aide aux marchés financiers en modifiant la composition de leurs bilans de diverses manières, mais en laissant leur taille globalement inchangée, c'est le *qualitative easing*. En revanche, au cours de l'après-Lehman, les banques centrales augmentent leur bilan et, en conséquence, la base et les agrégats monétaires, c'est le *quantitative easing*.

L'intervention des banques centrales a alors pour principal objectif de se substituer aux transactions interbancaires qui ne fonctionnent plus pour cause de suspicion généralisée entre les institutions financières. Comme le soulignent Giannone *et al.* (2011), de telles actions peuvent être vues comme une version moderne du "prêteur en dernier ressort" que n'avait pas été la Fed dans les années 1930⁽¹¹⁾. Les banques centrales ont ainsi été, dès l'automne 2008, des "intermédiaires en dernier ressort", pour éviter que le système bancaire ne s'effondre.

⊖ Encadré 2 :

Les mesures de politique monétaire non conventionnelles prises depuis 2007

Selon Kozicki, S., Santor, E. et Suchanek, L. (2010), les mesures prises par les banques centrales à partir de septembre 2007 peuvent être regroupées en quatre types de facilités :



[10] Elle se révèle d'autant plus évidente que les estimations sont faites à partir d'une forme de règle de Taylor très conservatrice. Dans son étude, Rudebusch (2009) suggère, à partir de projections de croissance et d'inflation, que le taux d'intérêt nominal aurait dû être de - 6 points de pourcentage en 2009.

[11] C'est une manière de tirer les leçons de l'analyse de Friedman et Schwartz (1963), qui jugeaient que la Fed avait fait l'erreur de laisser diminuer la masse monétaire d'environ 20 % entre 1931 et 1933.

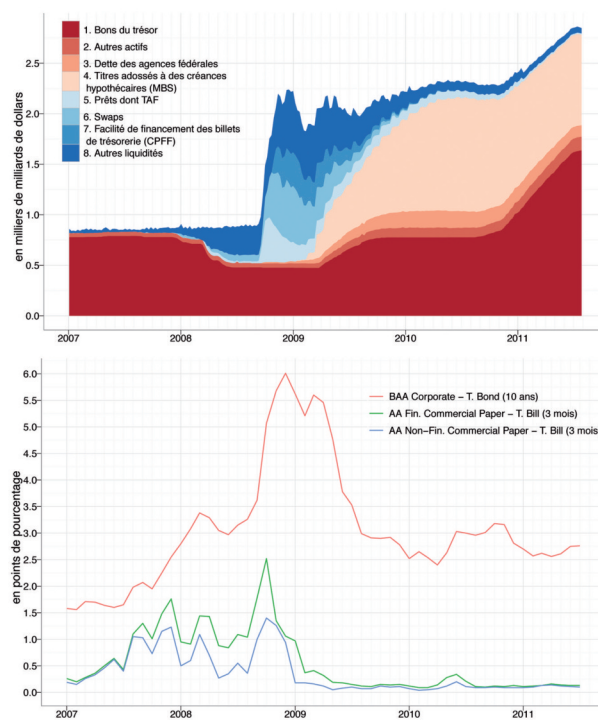
- 1- Facilité de liquidité. En réaction au gel du marché interbancaire, les banques centrales ont facilité les conditions de financement des banques. C'est par exemple pour la Fed le *Term Auction Facility* (TAF) et le *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF). De la même manière, la BCE a adopté la procédure *fixed rate / full allotment* (FRFA), qui consiste à fournir toute la liquidité que demandent les banques au prix fixé par la banque centrale ;
- 2- Facilité de crédit. De manière ciblée, pour améliorer les conditions sur les marchés du crédit, la banque centrale achète du papier commercial (*Commercial Paper Funding Facility*, CPFF), des titres d'entreprises, et soutient les OPCVM sur le marché monétaire ;
- 3- Programme d'achat (*quantitative easing*). La Banque d'Angleterre et la Fed ont commencé l'achat de titres publics pour faciliter l'ensemble des conditions financières (non seulement des titres de dette publique, mais aussi les *Mortgage-Backed Securities*, étant donné la nationalisation de Freddie Mac et Fannie Mae) ;
- 4- Facilités pour faire face à l'insolvabilité d'institutions financières présentant un risque systémique (*too big to fail*).

Les dispositions prises par les banques centrales dans cette situation sont nombreuses (Borio et Disyatat, 2009), et souvent techniques (*encadré 2*). Pour Giannone *et al.* (2011), il est crucial de comprendre que l'expansion du bilan de la BCE a pour objectif de promouvoir les canaux de transmission de la politique monétaire. Elle se distingue des politiques de *quantitative easing* menées par d'autres banques centrales à partir du printemps 2009, qui implique l'achat d'actifs sur des marchés liquides qui fonctionnent, afin d'accroître les encaisses nominales du secteur privé et jouer sur la pente de la courbe des taux⁽¹²⁾.

L'ampleur de l'impact des politiques non conventionnelles fait l'objet de débats intenses. Plusieurs auteurs, dont Lenza *et al.* (2010), soulignent qu'elles ont principalement agi à travers des effets sur les taux d'intérêt et les *spreads* sur les marchés monétaires, plutôt qu'à travers des effets quantitatifs d'offre de monnaie (*graphique 4*). Selon Giannone *et al.* (2011), les mesures introduites par la BCE à partir de septembre 2008 sont parvenues, certes avec l'aide des plans de soutien des États, à épargner aux ménages et aux entreprises une panne de l'intermédiation financière. La propagation de la crise par l'effondrement du système d'intermédiation, qui a joué un rôle central dans la Grande Dépression, a ainsi

été évitée⁽¹³⁾. Des simulations à partir de modèles d'équilibre général confirment l'efficacité d'un échange par la banque centrale de titres liquides contre des actifs illiquides quand les taux d'intérêt nominaux sont au plancher. Del Negro *et al.* (2010), par exemple, n'hésitent pas à parler de "Great Escape" : la contraction du PIB aurait pu être non pas de 6 % mais de 10 %, et le cours des actions, comme l'inflation, connaître une chute deux fois plus importante. Le multiplicateur bilanciel qu'ils estiment est de 0,63, ce qui signifie que le PIB augmente de 63 cents quand la liquidité augmente d'un dollar⁽¹⁴⁾.

Graphique 4 :
Modification des actifs de la Fed
et conséquences sur différents *spreads*
de taux d'intérêt aux États-Unis,
2007m1-2011m6



Source : FRED.

B- Une relance budgétaire au moins deux fois plus efficace en situation de crise

L'expérience japonaise et la crainte d'une trappe à liquidité ont aussi remis sur le devant de la scène l'intérêt d'une stimulation budgétaire. L'objectif est de contrer les effets récessifs d'une augmentation des taux d'intérêt réels dans un contexte de déflation avec des taux nominaux



[12] Il faut reconnaître cependant que la BCE a aussi participé à l'achat d'obligations (dès juin 2009) et d'actions (dès mai 2010), même si en volume cela représente très peu dans le bilan de la BCE.

[13] D'autres études empiriques corroborent l'impact du *quantitative easing* sur les taux d'intérêt aux États-Unis et au Royaume-Uni (Gagnon, Raskin, Remache et Sache, 2010 ; Joyce, Lasasosa, Stevens et Tong, 2010).

[14] On ne peut comparer ce chiffre à un multiplicateur budgétaire (qui mesure l'effet d'une consommation publique supplémentaire sur le PIB), supérieur au moins à l'unité. En effet, dans le cas étudié, la banque centrale augmente temporairement la liquidité en contrepartie de titres privés qu'elle pourra revendre : il n'y a donc pas consommation.

nuls (Krugman, 1998). Un consensus semble émerger aujourd'hui, mettant en évidence des multiplicateurs budgétaires supérieurs à 2 dans de telles conditions, donc largement supérieurs à ce que l'on trouve habituellement⁽¹⁵⁾.

Selon que les taux d'intérêt nominaux sont déterminés par une règle de Taylor ou qu'ils sont au plancher à la suite d'un choc spécifique, les effets multiplicateurs d'une stimulation budgétaire à partir d'un même modèle⁽¹⁶⁾ sont très différents. Plus précisément, les résultats convergent pour souligner qu'une augmentation temporaire des dépenses publiques a un impact sur la production beaucoup plus élevé que dans des circonstances normales. Certaines réductions d'impôts s'avèrent en outre bénéfiques dans cette situation de taux nuls, comme les taxes à la consommation ou les crédits d'impôts pour les investissements ; d'autres, comme la réduction des taxes sur le capital ou sur les salaires, ont des effets pervers. En d'autres termes, la réduction d'impôts fortement distorsifs visant à augmenter la production potentielle pourrait aboutir *in fine* à la diminuer dans un contexte de crise. On retrouve cette dynamique dans deux paradoxes : celui de l'épargne et celui du travail.

Certes, quand les taux d'intérêt nominaux sont positifs, les réductions de taxes sur le capital peuvent augmenter l'investissement et le stock de capital, et développer alors les capacités de production de l'économie. Mais dans un contexte de taux nominaux nuls, le problème n'est pas l'inadéquation des capacités de production mais l'insuffisance de la demande agrégée. Réduire les taxes sur le patrimoine pousse ainsi les individus à épargner alors qu'on vise l'inverse. Si chacun commence à épargner plus, la demande se contracte, et les revenus des ménages aussi, réduisant *in fine* leur capacité à épargner. Paradoxalement, une conséquence de la réduction de la fiscalité sur le capital est une baisse de l'épargne globale, en équilibre général, parce que chacun cherche à épargner davantage⁽¹⁷⁾.

De manière similaire, ces modèles montrent qu'une politique de réduction des impôts sur le travail est expansive dans des circonstances normales (en accord avec la plupart des résultats de la littérature). En revanche, lorsque le taux d'intérêt nominal est nul, la relation change et de telles réductions d'impôts deviennent récessives. En effet, en réduisant les coûts marginaux des entreprises, ces réductions fiscales diminuent les prix des biens et services produits. Cela augmente alors le

taux d'intérêt réel car la banque centrale ne peut pas tempérer cette baisse des prix par une réduction des taux directeurs qui sont déjà au plancher. Ce mécanisme mis en évidence par Eggertsson (2010) prend le nom de paradoxe du travail : si chacun veut travailler plus en situation de crise avec des taux nuls, le résultat, en équilibre général, est que chacun travaille moins.

En outre, l'augmentation des dépenses publiques paraît dans ce cadre très efficace. Dans le modèle estimé par Eggertsson (2010) par exemple, le multiplicateur budgétaire est de 2,3 aux États-Unis, c'est-à-dire que chaque dollar dépensé par le gouvernement augmente la production de 2,3 dollars⁽¹⁸⁾. Pourquoi le multiplicateur est-il si élevé ? La principale cause du déclin du PIB et des prix est l'anticipation du recul de la production et la déflation. Mais si le secteur privé anticipe une augmentation des dépenses publiques tant que les taux d'intérêt nominaux sont nuls, les anticipations de récession sont modifiées, ce qui a un effet stimulant au cours de cette période. Les anticipations jouent ainsi un rôle décisif pour expliquer l'effet multiplicateur des dépenses publiques. L'élément clé réside donc dans l'engagement de l'État à soutenir la demande jusqu'à la fin de la récession. Dans ce cadre, la durée de mise en œuvre des plans de relance apparaît moins cruciale, dès lors que la politique budgétaire est crédible.

Deux autres arguments peuvent être avancés pour justifier de multiplicateurs élevés pendant la crise : les contraintes de crédit, qui rendent la demande davantage dépendante du revenu courant, et la coordination internationale dans le cas présent. Quoi qu'il en soit, nombre de simulations à partir de modèles néo-keynésiens attestent l'efficacité des politiques budgétaires de relance dans des situations de crise. Les divergences tiennent davantage aux différentes hypothèses des auteurs sur la nature des dépenses publiques supplémentaires. Par exemple, le modèle de Cogan *et al.* (2010) étudie les effets d'une croissance des dépenses publiques dans un modèle très semblable à ceux évoqués précédemment et établit pourtant des multiplicateurs beaucoup plus faibles. La raison de cette différence tient au fait que les dépenses publiques supplémentaires qu'ils modélisent sont considérées comme permanentes, alors que les auteurs évoqués précédemment les voient comme un stimulus temporaire en réponse à une activité dégradée. Ce point a l'avantage de souligner l'importance du retour des dépenses publiques à leur ancien niveau une fois la crise passée et la croissance retrouvée.

[15] Christiano L., Elchenbaum M. et Rebelo S. [2009] ; Eggertsson G. [2010] ; Gomes S., Jacquinot P., Mestre R. et Sousa J. [2010] ; Woodford M. [2010]. Ces résultats sont en outre corroborés par une littérature empirique récente qui cherche à évaluer l'ampleur des multiplicateurs selon la position dans le cycle économique [Auerbach et Gorodnichenko, 2010] : dans cette dernière étude, le multiplicateur des dépenses est proche de l'unité dans les périodes d'expansion et supérieur à 2 en creux de cycle.

[16] On utilise un modèle d'équilibre général dynamique stochastique néo-keynésien avec une concurrence monopolistique entre les entreprises et des frictions dans la fixation des prix et des salaires.

[17] Le paradoxe de l'épargne est développé originellement par Keynes.

[18] L'intervalle de confiance 5 %-95 % indique même un multiplicateur compris entre 1,4 et 3,3.

Cependant, les politiques menées depuis 2008 alourdissent les bilans publics, à la fois des États et des banques centrales, et présentent des coûts certains. Ces coûts sont certes à rapporter aux gains d'avoir évité une Grande Dépression, mais le retour à la normale risque de les faire peser davantage. En effet, si le passage à un régime de taux nominal nul et la crainte de sombrer dans une trappe à liquidité ont permis aux multiplicateurs d'être si importants, c'est la sortie d'un tel régime qu'il faut envisager aujourd'hui.

LA GESTION D'UNE SORTIE DE CRISE EXCEPTIONNELLE

Pour chaque type de politique économique, il faut envisager, d'une part, les mesures à prendre aujourd'hui pour sortir définitivement de la crise, sans nuire à la croissance et à la baisse du chômage (*encadré 3*) et, d'autre part, les réformes plus profondes dans le pilotage macroéconomique pour éviter qu'une nouvelle crise majeure ne se déclenche.

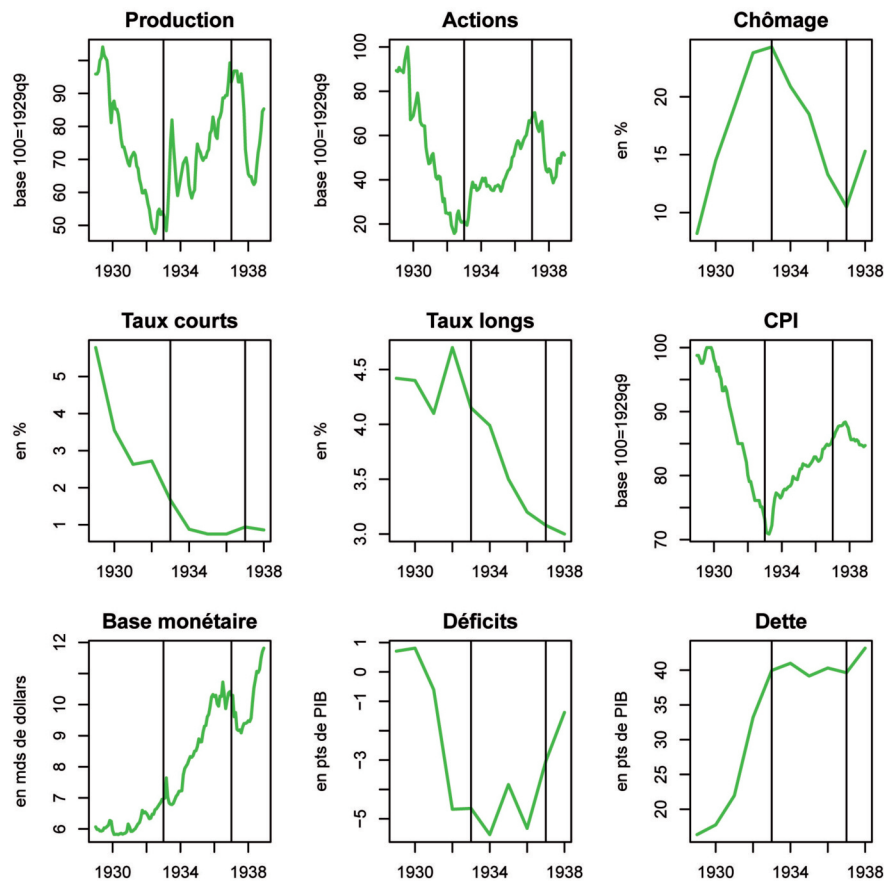
Encadré 3 :

L'erreur de 1937

Des études récentes, antérieures à la crise actuelle, relisent avec une grille d'analyse nouvelle la fin de la Grande Dépression aux États-Unis et éclairent en creux la situation actuelle.

Il apparaît que la reprise américaine en 1933 tient, pour une part, à un changement fort dans les anticipations, à la suite des mesures prises par F.D. Roosevelt qui remet en cause les dogmes économiques de l'époque. En effet, sur le plan monétaire, le nouveau président américain abolit le régime de l'étalon-or et annonce explicitement une cible d'inflation qui permette le retour au niveau des prix d'avant 1929⁽¹⁹⁾. Du côté budgétaire, Roosevelt augmente les dépenses et les déficits publics, ce qui rend ses objectifs crédibles. Il en résulte une baisse substantielle des taux d'intérêt réels *ex ante* due à une stabilisation puis à une ré-augmentation progressive du niveau des prix et de la production. Un tel changement de régime expliquerait, selon Eggertsson (2008), 70 % à 80 % de la reprise de la production et des prix entre 1933 et 1937 (cf. graphiques ci-dessous).

Évolution des variables réelles et nominales aux États-Unis durant la Grande Dépression



Lecture : La première ligne verticale marque l'arrivée de Roosevelt à la présidence des États-Unis en mars 1933, la seconde le début de l'année 1937.

Source : Société des Nations, Bordo et al. (2000), FRED.



[19] Roosevelt déclare au *Wall Street Journal* le 1^{er} mai 1933 : "Notre but premier est d'assurer une augmentation du niveau général des prix. À cette fin, des actions simultanées doivent être entreprises sur les plans économique et monétaire" [cité par Eggertsson et Pugsley, 2006].

Cependant, les États-Unis connaissent une nouvelle récession à partir de 1937 (entre mai 1937 et juin 1938, le PIB se contracte de 9 % et la production industrielle de 32 %), imputable principalement à des erreurs de politique économique (Eggertsson et Pugsley, 2006). Selon ces auteurs, l'« erreur de 1937 » tiendrait ainsi à l'arrêt prématuré des mesures prises à l'arrivée de Roosevelt, ou du moins à une mauvaise communication des décisions que l'administration allait prendre, surtout sur les objectifs d'inflation. Les signes indiquaient que la dépression était finalement terminée ; les taux d'intérêt, proches de zéro pendant plusieurs années, allaient augmenter ; quelques inquiétudes naissaient sur une inflation excessive à venir, surtout pour ceux qui regardaient l'expansion de la base monétaire des années passées (cf. graphiques)^[20]. À partir de février 1937, le président de la Fed, Eccles, juge que les taux directeurs sont excessivement faibles et suggère d'accroître les réserves afin d'augmenter explicitement les taux longs. Eccles réclame ensuite au Trésor américain de combattre une inflation « excessive » en équilibrant le solde budgétaire public^[21]. Et Roosevelt de déclarer, le 2 avril 1937 : « Je suis préoccupé, nous le sommes tous, par l'augmentation des prix de certains produits » – alors même que le niveau des prix restait encore bien en dessous de celui de 1929.

L'erreur de 1937 réside dans ce combat prématuré.

Un modèle tel que celui évoqué précédemment sur les multiplicateurs budgétaires prédit que si les prix sont en dessous de leur cible et que l'État abandonne sa politique d'inflation, les taux d'intérêt réels vont augmenter. La fin de la dépression de 1937-1938 est en accord avec cette hypothèse, quand l'administration Roosevelt se décide à mener à nouveau une politique inflationniste.

Il demeure certes délicat d'appliquer à la zone euro exactement les mêmes préconisations qui prévalaient à l'époque pour les États-Unis, dans la mesure où la déflation est aujourd'hui bien moins importante. Il n'est cependant pas nécessaire d'avoir une déflation aussi considérable que celle des années 1930 pour obtenir ces résultats, car même avec des prix très rigides, la spirale de contraction passe avant tout par la production.

A- Le ciblage temporaire des prix et une accélération de l'inflation à court terme

Si bon nombre de banques centrales fixent aujourd'hui des objectifs de stabilité des prix à partir d'une cible d'inflation, plusieurs voix s'élèvent pour s'en départir momentanément : Woodford par exemple, dans une

tribune parue en 2010 dans le *Financial Times*^[22], préconise de fixer une cible des prix en niveau, permettant de rattraper leur faible croissance, voire la déflation des années de crise. Les coûts de mise en œuvre d'une politique de ciblage des prix paraissent en effet bien inférieurs aux gains espérés.

L'idée avait été relancée dans le débat public à partir d'un discours prononcé par Ben Bernanke en 2003, dans lequel il cherchait une issue à l'impasse japonaise^[23]. Cela n'allait pas de soi, de la part d'un économiste qui s'était fait l'avocat de cibles explicites d'inflation définies par les banques centrales (Bernanke et Mishkin, 1997). La cible d'inflation a d'ailleurs été largement adoptée par les banques centrales au cours des deux dernières décennies^[24], ce qui se révèle un moyen efficace pour communiquer : en clarifiant les objectifs de la banque centrale, elle aide à focaliser et à ancrer les anticipations d'inflation et réduit l'incertitude sur les marchés financiers. Dans le cas japonais, Bernanke considérait cependant que le ciblage d'inflation n'était pas suffisant et préconisait de viser le niveau de prix qui aurait prévalu si l'inflation avait atteint sa cible au cours des années passées, et ainsi de réduire le *price-level gap*, la différence entre le prix effectif et le prix ciblé. L'avantage le plus clair aurait été de soulager le secteur bancaire et les emprunteurs contraints de payer leurs dettes en yen d'une valeur plus élevée que celle anticipée. Bien sûr, la chute du prix des actions et les problèmes structurels des firmes japonaises étaient importants, mais une accélération de l'inflation aurait atténué leurs difficultés.

Plus formellement, l'idée est que les décideurs politiques doivent prendre des décisions d'autant plus agressives que l'économie s'éloigne de leur objectif (Eggertsson et Woodford, 2003). Ce n'est pas le cas avec une simple cible d'inflation : en effet, si la cible n'est pas atteinte à une période, rien n'indique que la banque centrale ne prendra pas la même position l'année suivante. L'échec de la cible d'inflation n'est ainsi pas pénalisant puisque aucun effort supplémentaire n'est exigé l'année suivante. Au contraire, avec une cible de prix, une déflation continue sur plusieurs périodes oblige à des objectifs de plus en plus élevés en termes d'inflation à court terme, dans la mesure où le *price-level gap* donne naissance à un effort intensifié de la part de la banque centrale qui doit conduire les individus à anticiper que l'inflation remplacera la déflation.

[20] Les auteurs soulignent en introduction que cette situation ne devait pas être étrangère au public japonais en 2006. Ils seraient certainement d'accord pour adresser ces remarques à un public beaucoup plus large en 2011.

[21] Pour d'autres exemples d'une communication en faveur d'une lutte contre l'inflation, voir Eggertsson et Pugsley (2006), p. 25.

[22] Woodford M. (2010), « Bernanke needs inflation for QE2 to set sail », *Financial Times*, 11 octobre.

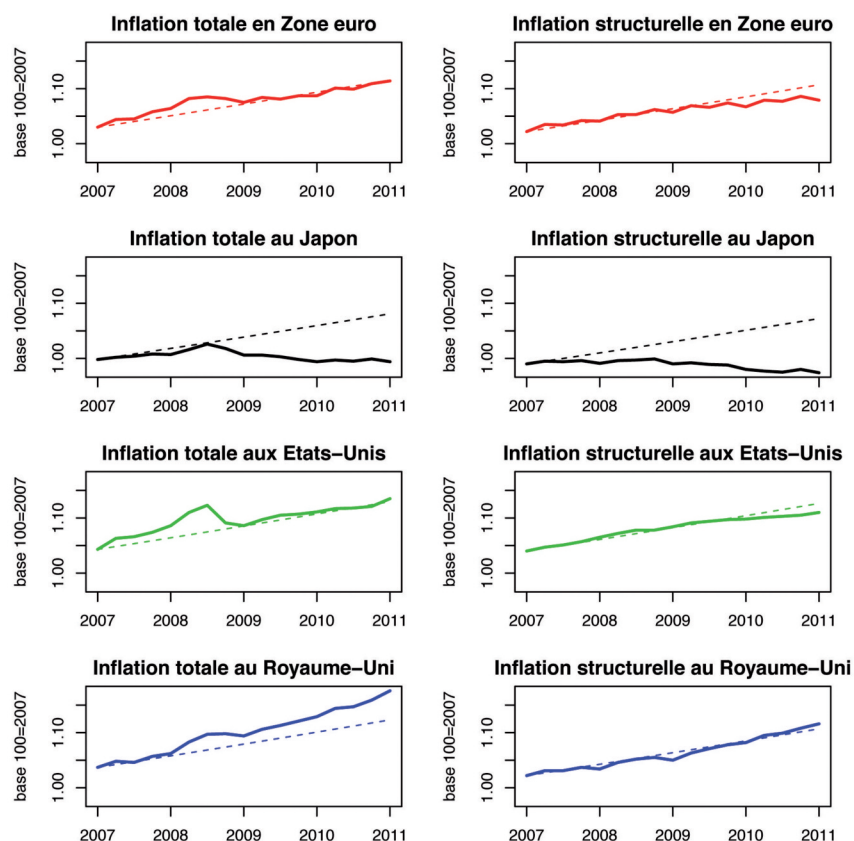
[23] Celui-ci rappelait alors que les prix étaient au Japon sur une tendance baissière, avec un déclin cumulatif de 4 % à 9 % selon l'indice retenu entre 1998 et 2003.

Or, selon lui, l'objectif de stabilité des prix devait nécessiter non seulement une stabilisation effective, mais aussi une politique de reflation de l'économie qui restaurerait le niveau des prix qui prévalait avant la déflation.

[24] La BCE a ainsi comme premier objectif de maintenir la stabilité des prix, autrement dit « une inflation en dessous mais proche de 2 % ».

Graphique 5 :

Niveau des prix totaux et structurels dans les grands pays développés, 2007q1-2011q1



Lecture : Le trait plein désigne l'inflation totale ou structurelle, qu'il faut comparer à une évolution régulière de 2 % par an à partir du premier trimestre 2007, en pointillé. La crise a entraîné une perte dans le niveau des prix structurels par rapport à une évolution normale, très nettement pour le Japon, et assez fortement pour la zone euro et les États-Unis.

Source : OCDE.

Si un ciblage en niveau de prix présente tant d'avantages, il convient de s'interroger sur les raisons qui empêchent son adoption aujourd'hui. La période de Grande Modération a été perçue comme un succès des politiques de ciblage d'inflation, même si la crise économique récente vient néanmoins tempérer cette vision. En outre, à l'exclusion de la Suède qui a adopté un ciblage du niveau des prix lors de la Grande Dépression en abandonnant l'étalon-or en 1931, aucun autre pays ne s'est aventuré sur cette voie, même si la Banque du Canada étudie activement un éventuel changement. De plus, les conséquences de la crise de 2007 sur les niveaux des prix dans les grands pays développés ne sont perceptibles que si l'on regarde l'indice des prix structurels, hors prix alimentaires et de l'énergie (*graphique 5*). Or la BCE, par exemple, s'inté-

resse davantage à un indice global des prix. Enfin, il y a chez certains la crainte que la banque centrale n'aille trop loin, et que le problème de déflation ne se transforme en problème d'inflation. En effet, les coûts d'une telle transition peuvent être élevés si la politique monétaire n'apparaît pas suffisamment crédible.

De telles craintes, quoique fondées, appellent néanmoins deux remarques. D'une part, les gains pour l'économie réelle d'une restauration plus rapide du niveau des prix d'avant-crise sont potentiellement élevés. D'autre part, l'idée que l'inflation pourrait être durablement plus élevée est défendue par certains économistes, tels Blanchard *et al.* (2010), du moins dans les périodes de forte croissance, de manière à laisser davantage d'espace à la baisse des taux d'intérêt nominaux en cas de choc adverse⁽²⁵⁾.



[25] Leigh (2009) montre en outre que le Japon aurait pu éviter une trop forte perte de production si la banque centrale japonaise avait eu une cible d'inflation plus élevée.

Woodford, dans sa tribune au *Financial Times*, rappelle cependant qu'une augmentation de la cible d'inflation risquerait d'accroître la volatilité des prix, et l'incertitude sur la valeur du dollar pourrait alors majorer les taux sur les titres de dette au lieu de les abaisser. Il conclut qu'une cible temporaire du niveau des prix permettrait des gains importants pour l'économie, tout en évitant les risques de dérapage si la banque centrale reste sur sa cible d'inflation à moyen terme.

Finalement, faute d'études approfondies qui compareraient l'ensemble des coûts liés à une hausse de l'inflation, comme une réindexation salariale par exemple, aux bénéfices tirés de l'éloignement du taux d'intérêt nominal nul, un consensus parmi les économistes semble émerger en faveur d'un ciblage temporaire du niveau des prix pour les prochaines années.

B- L'articulation avec une politique macro-prudentielle pour mieux assurer la stabilité financière

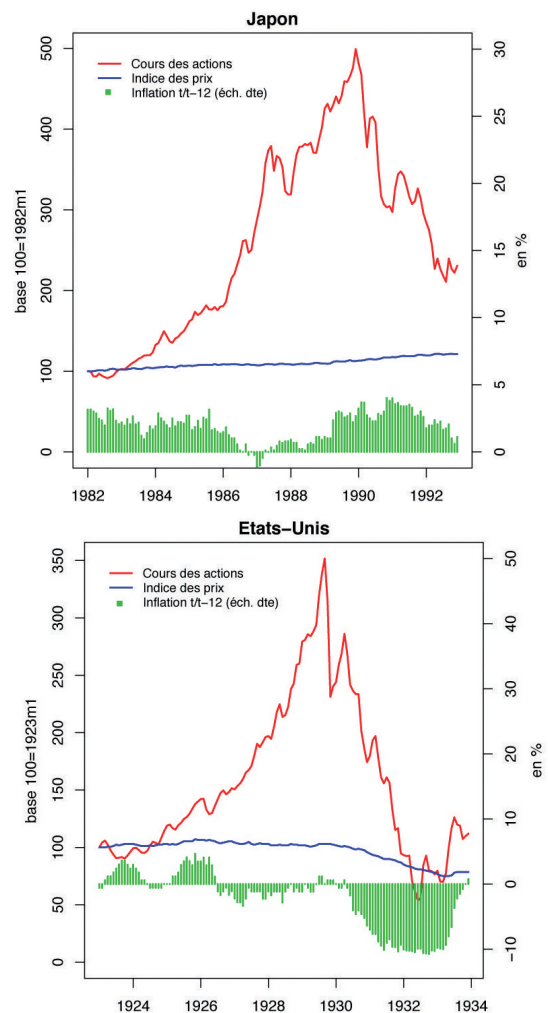
Le "consensus de Jackson Hole"⁽²⁶⁾ qui prévalait depuis le milieu des années 1990, considérant que la banque centrale ne devait s'occuper du prix des actifs que s'il avait un impact sur l'inflation (Bernanke et Gertler, 2001), paraît mis à mal aujourd'hui. La crise montre ainsi qu'un univers de taux bas est propice au *leverage* et que la fourniture de liquidité à très faible coût peut nourrir les bulles (*encadré 4*). Toutefois, si pour d'autres raisons l'inflation est faible (émergence de la Chine par exemple), il faut un instrument supplémentaire pour gérer l'inflation du prix des actifs parallèlement à la déflation sur les biens et services. Les économistes, du moins au niveau théorique, ont laissé peu de place à une régulation macroprudentielle, et se sont plutôt préoccupés des asymétries d'information, sur un plan microéconomique. Il existe aujourd'hui une véritable opportunité pour mettre en place une politique macroprudentielle en se dotant par exemple de ratios prudentiels contracycliques. Si le *leverage* paraît excessif, les ratios prudentiels peuvent ainsi être augmentés ; si la liquidité est trop faible, les ratios de liquidité peuvent être introduits ; pour diminuer le prix de l'immobilier, les ratios d'endettement maximum peuvent être réduits⁽²⁷⁾.

Encadré 4 :

Exemples historiques de stabilité des prix et d'instabilité financière

L'exemple récent le plus frappant de déséquilibres financiers dans un environnement de faible inflation est le Japon de la fin des années 1980. L'inflation est en effet à zéro ou presque en 1986, 1987 et 1988 (*cf. graphique ci-dessous*) et reste en dessous de 4 % sur la période, tandis que le cours des actions est multiplié par 5 entre début 1983 et fin 1989. Cette expérience n'est pas unique dans l'histoire puisque la bulle qui a explosé lors de la Grande Dépression américaine (avec un triplement du prix des actions entre 1925 et 1929) s'était constituée dans un climat d'inflation très faible, et même négative, du milieu de l'année 1926 jusqu'au milieu de l'année 1929⁽²⁸⁾.

Évolution de l'inflation, des prix et du cours des actions au Japon (1982-1992) et aux États-Unis (1923-1933)



Source : OCDE, Fred, Shiller Online Data.



[26] Du nom d'une ville du Wyoming où les principaux économistes et dirigeants des banques centrales se réunissent tous les étés.

[27] Voir les propositions de la Banque d'Angleterre en 2009 et Borio [2011]. Sur la capacité à détecter des bulles sur les actifs mobiliers ou immobiliers, voir Brand T. et Mareuge C. [2011] et le document de travail y afférent.

[28] Borio et Lowe [2002].

Le problème reste de savoir à qui incombe la tâche de définir ces ratios. À partir du constat fait plus haut⁽²⁹⁾, l'idée défendue notamment par Blanchard (2010) est de confier cet instrument à la banque centrale. Sa responsabilité dans l'ampleur et la fréquence des cycles financiers serait donc accrue, avec un objectif qui dépasserait la stricte stabilité des prix. L'un des inconvénients d'une telle réforme réside dans la moindre transparence de l'objectif de stabilité financière, contrairement à la clarté d'une cible d'inflation. Ce problème n'est sans doute pas à sous-estimer et la recherche économique doit certainement être poursuivie plus avant en ce domaine. Il reste qu'une étroite coordination entre politiques monétaire et macroprudentielle apparaît aujourd'hui comme une nécessité (Aglietta, Berrebi et Cohen, 2009).

C- Consolidation budgétaire et "espace budgétaire" à utiliser en cas de retournement conjoncturel

Les déficits publics creusés pour relancer l'activité et éviter un effondrement du système bancaire et financier ont pour contrepartie une forte croissance de l'endettement public qui nécessite des efforts de restriction, une fois la crise finie. La difficulté est de décider du meilleur *timing* des consolidations budgétaires nécessaires à l'avenir. L'enjeu est particulièrement important pour la France, qui semble avoir historiquement une tendance à entreprendre des ajustements budgétaires moins importants que la plupart des autres pays développés quand la conjoncture économique se révèle favorable⁽³⁰⁾.

Certains ont développé l'idée que les multiplicateurs budgétaires pouvaient ne pas fonctionner lors d'épisodes de consolidations, autrement dit être sans grand impact sur l'activité. À partir des travaux de Giavazzi et Pagano (1990) qui prennent l'exemple du Danemark (1983) et de l'Irlande (1987), développés par Alesina et Perotti (1995) et plus récemment par Alesina et Ardagna (2009), il apparaît qu'une réduction des dépenses peut même avoir des effets expansifs sur l'activité.

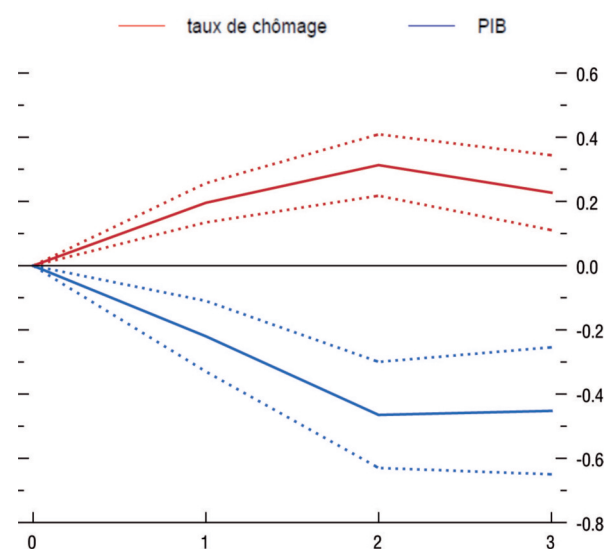
Cependant, plusieurs études empiriques récentes développent des éléments d'appréciation des ajustements budgétaires sur l'activité à rebours des conclusions des tenants de la "consolidation budgétaire expansionniste".

Encadré 5 :

Les effets des ajustements budgétaires sur l'activité selon le FMI

Les résultats empiriques convergent et attestent que l'ajustement budgétaire a presque systématiquement un effet récessif sur le PIB. Ainsi, une consolidation d'un point de PIB réduit la croissance d'environ un demi point dans les deux ans qui suivent, et augmente le taux de chômage de 0,3 point de pourcentage [cf. graphique ci-dessous]. La demande domestique (consommation et investissement) chute quant à elle d'environ un point. La réduction des taux d'intérêt, décidée par les banques centrales, permet cependant de diminuer la pression à la baisse exercée sur la croissance. Pour chaque point de PIB de déficit en moins, les taux d'intérêt baissent ainsi en moyenne de 20 points de base au bout de deux ans. La diminution de la valeur réelle de la monnaie domestique (dépréciation nominale ou dévaluation) joue en outre un rôle important pour atténuer l'impact dépressif de la consolidation, en augmentant les exportations nettes. Pour chaque point de déficit en moins, la valeur de la monnaie diminue en moyenne de 1,1 %, et la contribution des exportations au PIB augmente de 0,5 point. Puisque les pays ne peuvent pas tous augmenter leurs exportations nettes au même moment, cela implique une contraction du PIB plus importante quand tous les pays ajustent leur budget en même temps.

Impact d'une réduction du déficit public de 1 point de PIB sur le PIB et le chômage



Lecture : t=1 représente l'année de consolidation. Les lignes en pointillés correspondent à +/- un écart-type.

Source : FMI World Economic Outlook, octobre 2010, calculs FMI.



[29] Selon lequel on a trop longtemps dissocié totalement politique monétaire et politique macroprudentielle, alors qu'elles vont de pair.

[30] Voir Brand T. (2008) et Brand T. et Passet O. (2010).

De plus, les consolidations budgétaires qui reposent plus sur des coupes de dépenses que sur une augmentation des impôts ont en général un impact moins sévère sur la production. En effet, les banques centrales réagissent plus favorablement en baissant davantage les taux. Cela est particulièrement vérifié pour une hausse des taxes sur la consommation. Dans les pays qui font face à un risque élevé de défaut, les contractions du PIB sont en moyenne moins douloureuses. Pourtant, même parmi ces pays, les effets expansionnistes d'une réduction du déficit sont peu fréquents.

Les auteurs du rapport ont par ailleurs recours à des simulations à partir d'un modèle (GIMF) semblable à ceux évoqués précédemment. Ils concluent que la réduction de la dette publique est bénéfique à long terme et stimule l'investissement privé. De plus, une moindre charge d'intérêt crée un "espace budgétaire" pour réduire les taxes les plus distortives. À court terme toutefois, si les taux d'intérêt sont nuls, les effets d'une contraction budgétaire sur l'activité restent rudes^[31].

politique agressive au moment où les multiplicateurs sont les plus forts. Réconcilier la reconstitution de marges de manœuvre budgétaires et l'impact des ajustements sur une économie encore fragile nécessite de la part des États un développement de leur capacité à s'engager de manière crédible à long terme. Assurer la soutenabilité des régimes de retraite pour les générations futures ou se doter de règles budgétaires qui imposent à l'avenir des finances équilibrées quand l'économie est en haut de cycle^[33] sont autant de gages d'une volonté forte de rétablissement de l'équilibre budgétaire à moyen et long termes. De tels engagements doivent permettre, à court terme, de ne pas sacrifier la reprise par un retrait trop brutal des politiques publiques de soutien.



Thomas Brand, département Économie-Finances

Le FMI, dans le *World Economic Outlook* d'octobre 2010 (chapitre 3), et plus récemment encore Guajardo *et al.* (2011), fournissent des résultats détaillés sur la question à partir d'un examen minutieux des mesures budgétaires prises dans les pays développés au cours des trente dernières années. Après une critique des méthodes de mesure des consolidations effectuées dans les articles précités^[32], les auteurs ont recours à une méthode narrative à la Romer et Romer (1989, 2010) qui recense toutes les lois de finances passées, dans les différents pays, au cours de la période, de manière à saisir l'intention des décideurs, plus que les résultats. Ils en déduisent plusieurs faits intéressants (*encadré 4*), qui amènent à la conclusion que si l'ajustement budgétaire est nécessaire, il a aussi un coût, qui est plus mesuré cependant lorsque la consolidation est réalisée en période de croissance soutenue.

Toutefois, si, à la suite de la crise récente, on reconnaît les vertus de la politique budgétaire comme instrument contracyclique au même titre que les taux directeurs de la banque centrale, il faut, en période de croissance, se doter d'un "espace budgétaire", c'est-à-dire de finances publiques équilibrées, pour pouvoir mener une



[31] Par simplicité, leur modèle ignore la possibilité que les banques centrales répondent à un ajustement budgétaire en utilisant des instruments non conventionnels, tel le *quantitative easing*. Dans la mesure où de tels instruments offrent un soutien à l'activité, de telles simulations peuvent surestimer l'impact d'un taux d'intérêt plancher nul.

[32] Alesina et Perotti [1995] par exemple s'attachent à la variation du solde budgétaire structurel pour évaluer la volonté politique de résorber le déficit public, dont la mesure est particulièrement soumise à débat. En effet, une telle méthodologie peut biaiser l'analyse en surestimant l'impact expansionniste des ajustements budgétaires ou en incluant des effets non-politiques dans les variations de solde structurel (comme une variation sur le prix des actifs par exemple).

[33] Voir Ben Jelloul M. et Brand T. [2010].

BIBLIOGRAPHIE

- Aglietta M., Berrebi L. et Cohen A. (2009), "Banques centrales et globalisation", *Expertises*, n° 7, Groupama-Asset Management.
- Aheane A., Gagnon J., Haltmaier J. et Kamin S. (2002), "Preventing deflation: lessons from Japan's experience in the 1990s", *International Finance Discussion Papers*.
- Alesina A. et Perotti R. (1995), "Fiscal expansions and fiscal adjustments in OECD countries", *NBER Working Paper*.
- Alesina A. et Ardagna S. (2009), "Large changes in fiscal policy: taxes versus spending", *NBER Working Paper*.
- Almunia M., Bénétrix A., Eichengreen B., O'Rourke K. H. et Rua G. (2009), "From Great Depression to Great Credit Crisis".
- Auerbach A. J. et Gorodnichenko Y. (2010), "Measuring the output responses to fiscal policy", *NBER Working Paper*.
- Ben Jelloul M. et Brand T. (2010), « La France et l'Europe face à la crise économique. Volet 4. Coordination budgétaire européenne et règle d'équilibre interne », *La Note d'analyse*, n° 194, Centre d'analyse stratégique, septembre.
- Benhabib J., Schmitt-Grohé S. et Uribe M. (2001), "The perils of Taylor rules", *Journal of Economic Theory*, vol. 96, p. 40-69.
- Bernanke B. (1983), "Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, vol. 73, p. 257-276.
- Bernanke B. (2003), "Some thoughts on monetary policy in Japan", conférence prononcée le 31 mai 2003 devant la Société japonaise d'économie monétaire, Tokyo.
- Bernanke B. et Gertler M. (2001), "Should central bank respond to movements in asset prices?", *American Economic Review*, vol. 91, p. 253-257.
- Bernanke B. et Mishkin F. (1997), "Inflation targeting : a new framework for monetary policy ?", *Journal of Economic Perspectives*, vol.11, p. 97-116.
- Blanchard O. (2008), "The state of macro", *NBER Working Paper*.
- Blanchard O., Dell'Ariccia G. et Mauro P. (2010), "Rethinking macroeconomic policy", *IMF Staff Position Note*.
- Bordo M., Dueker M. et Wheelock D. (2000), "Aggregate price shocks and financial instability: An historical analysis", *NBER Working Paper*.
- Bordo M., Eichengreen B., Klingebiel D., Martinez-Peria M. et Rose A. (2001), "Is the crisis problem growing more severe?", *Economic Policy*, p. 53-82. Base de données à l'adresse <http://sites.google.com/site/michaelbordo/home3>.
- Borio C. (2011), "Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: Journey, challenges and a way forward", *Annual Review of Financial Economics*, vol. 3, à paraître.
- Borio C. et Disyatat P. (2009), "Unconventional monetary policies: an appraisal", *BIS Working Paper*.
- Borio C. et Lowe P. (2002), "Asset prices, financial and monetary stability : exploring the nexus", *BIS Working Paper*.
- Brand T. (2008), "Après la crise, quel retour à l'équilibre des finances publiques à moyen terme ?", *La Note de veille*, n° 112, Centre d'analyse stratégique, octobre.
- Brand T. et Passet O. (2010), "La France et l'Europe face à la crise économique. Volet 1. La soutenabilité des finances publiques dans la crise, une analyse internationale", *La Note d'analyse*, n° 191, Centre d'analyse stratégique, septembre.
- Brand T. et Mareuge C. (2011), "Gouvernance économique européenne : quels indicateurs pour prévenir les déséquilibres et renforcer la convergence ?", *La Note d'analyse*, n° 235, Centre d'analyse stratégique, septembre.
- Bullard J. (2010), "Seven faces of "the peril"", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*.
- Christiano L. (2004), "The zero-bound, low inflation, and output collapse".
- Christiano L., Elchenbaum M. et Rebelo S. (2009), "When is government spending multiplier large", *NBER Working Paper*.
- Cogan J., Cwik T., Taylor J. et Wieland V. (2010), "New keynesian versus old keynesian government spending multipliers", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 34, p. 281-295.

- **Curdia V. et Woodford M. (2011)**, “The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 58, p. 54-79.
- **Del Negro M., Eggertsson G., Ferrero A. et Kiyotaki N. (2010)**, “The Great Escape? A quantitative evaluation of the Fed’s non-standard policies”.
- **Eggertsson G. (2008)**, “Great expectations and the end of the Depression”, *American Economic Review*, vol. 98, p. 1476-1516.
- **Eggertsson G. (2010)**, “What fiscal policy is effective at zero interest rates ?”, *NBER Macroeconomics Annual*.
- **Eggertsson G. et Pugsley B. (2006)**, “The mistake of 1937 : a general equilibrium analysis”, *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*.
- **Eggertsson G. et Woodford M. (2003)**, “The zero bound on interest rates and optimal monetary policy”, *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 139-211.
- **Friedman M. et Schwartz A. (1963)**, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press.
- **Gagnon J., Raskin M., Remache J. et Sack B. (2010)**, “Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n° 441.
- **Giannone D., Lenza M., Pill H. et Reichlin L. (2011)**, “Non-standard monetary measures and monetary developments”, *ECB Working Paper*.
- **Giavazzi F. et Pagano M. (1990)**, “Can severe fiscal contractions be expansionary ? Tales of two small European countries”, *NBER Macroeconomics Annual*.
- **Gomes S., Jacquinet P., Mestre R. et Sousa J. (2010)**, “Global policy at the zero-lower bound in a large-scale model”, *ECB Working Paper*.
- **Guajardo J., Leigh D. et Pescatori A. (2011)**, “Expansionary austerity: new international evidence”, *IMF Working Paper*.
- **Joyce M., Lasasosa A., Stevens I. et Tong M. (2010)**, “The financial market impact of quantitative easing”, *Bank of England Working Paper*.
- **Kozicki S., Santor E. et Suchanek L. (2010)**, “Central bank balance sheets and long-term forward rates”.
- **Krugman P. (1998)**, “It’s baaack! Japan’s slump and the return of the liquidity trap”, *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, p. 137-205.
- **Leigh D. (2009)**, “Monetary policy and the lost decade: lessons from Japan”, *IMF Working Paper*.
- **Lenza M., Pill H. et Reichlin L. (2010)**, “Monetary policy in exceptional times”, *Economic Policy*, vol. 62, p. 295-339.
- **Romer C. (1992)**, “What ended the Great Depression?”, *Journal of Economic History*, vol. 52, p. 757-784.
- **Romer C. et Romer D. (1989)**, “Does monetary policy matter? A new test in the spirit of Friedman and Schwartz”, *NBER Macroeconomics Annual*, p. 121-170.
- **Romer C. et Romer D. (2010)**, “The macroeconomic effects of tax changes : estimates based on a new measure of fiscal shocks”, *American Economic Review*, vol. 100, p. 763-801.
- **Rudebusch G. (2009)**, “The Fed’s monetary policy response to the current crisis”, *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- **Sutherland A. (1997)**, “Fiscal crises and aggregate demand: can high public debt reverse the effects of fiscal policy?”, *Journal of Public Economics*, vol. 65, p. 147-162.
- **Taylor J. (1993)**, “Discretion versus policy rules in practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, p. 195-214.
- **Woodford M. (2009)**, “Convergence in macroeconomics: Elements of the new synthesis”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 1, p. 267-279.
- **Woodford M. (2010)**, “Simple analytics of the government expenditure multiplier”, *NBER Working Paper*.
- **Ugai H. (2007)**, “Effects of the quantitative easing policy: a survey of empirical analyses”, *Monetary and Economic Studies*.

**AUTRES
DOCUMENTS
À CONSULTER**

sur www.strategie.gouv.fr, rubrique publications

Notes d'analyse :

- N° 235 ■ Gouvernance économique européenne : quels indicateurs pour prévenir les déséquilibres et renforcer la convergence ?**
(septembre 2011)
- N° 209 ■ Réforme financière de Bâle III : chemin parcouru et enjeux futurs**
(janvier 2011)
- N° 194 ■ La France et l'Europe face la crise économique**
Volet 4. Coordination budgétaire européenne et règle d'équilibre interne (septembre 2010)
- N° 193 ■ La France et l'Europe face la crise économique**
Volet 3. Quelles politiques budgétaires en Europe en sortie de crise ? (septembre 2010)
- N° 192 ■ La France et l'Europe face la crise économique**
Volet 2. Les mécanismes financiers de diffusion de la crise de la dette souveraine (septembre 2010)
- N° 191 ■ La France et l'Europe face la crise économique**
Volet 1. La soutenabilité des finances publiques dans la crise, une analyse internationale (septembre 2010)



La Note d'analyse n° 238 - septembre 2011 est une publication du Centre d'analyse stratégique

Directeur de la publication : Vincent Chriqui, directeur général

Directeur de la rédaction : Pierre-François Mourier, directeur général adjoint

Secrétaire de rédaction : Delphine Gorges

Service éditorial : Olivier de Broca

Impression : Centre d'analyse stratégique

Dépôt légal : septembre 2011
N° ISSN : 1760-5733

Contact presse : Jean-Michel Roullé, responsable de la Communication
01 42 75 61 37 / 06 46 55 38 38
jean-michel.roulle@strategie.gouv.fr

Le Centre d'analyse stratégique est une institution d'expertise et d'aide à la décision placée auprès du Premier ministre. Il a pour mission d'éclairer le gouvernement dans la définition et la mise en œuvre de ses orientations stratégiques en matière économique, sociale, environnementale et technologique. Il préfigure, à la demande du Premier ministre, les principales réformes gouvernementales. Il mène par ailleurs, de sa propre initiative, des études et analyses dans le cadre d'un programme de travail annuel. Il s'appuie sur un comité d'orientation qui comprend onze membres, dont deux députés et deux sénateurs et un membre du Conseil économique, social et environnemental. Il travaille en réseau avec les principaux conseils d'expertise et de concertation placés auprès du Premier ministre : le Conseil d'analyse économique, le Conseil d'analyse de la société, le Conseil d'orientation pour l'emploi, le Conseil d'orientation des retraites, le Haut Conseil à l'intégration.

www.strategie.gouv.fr