

LA FIN DU CONSENSUS ? LA CRISE ÉCONOMIQUE ET LA CRISE DE LA MACROÉCONOMIE¹

Francesco Saraceno

OFCE, Sciences Po Paris

Le Nouveau Consensus qui a dominé la macroéconomie à partir des années quatre-vingt reposait sur une structure fondamentalement néoclassique : des marchés efficients qui convergent seuls à l'équilibre naturel et un rôle très limité pour la politique macroéconomique (surtout monétaire) pour lisser les fluctuations. La crise a ébranlé ce Consensus en marquant le retour en force de l'activisme budgétaire et monétaire, au moins dans le débat académique. La profession s'interroge donc sur les piliers du Consensus, allant de la taille du multiplicateur à la mise en place des réformes, en passant par les liens entre cycle et tendance. Il est encore trop tôt pour savoir à quoi ressemblera la macroéconomie de demain. Mais il faut espérer qu'elle sera plus éclectique et ouverte.

Mots clés : crise économique, politique budgétaire, réformes, Nouveau Consensus.

1. Le « Nouveau Consensus » et la grande modération

Du milieu des années 1980 à 2007, l'économie mondiale a connu une période de forte croissance, d'inflation basse et stable, et d'incertitude macroéconomique limitée. Les raisons de cette période de « Grande Modération » restent floues. Certains y voient une gestion compétente du cycle par les institutions monétaires, couplée à des réformes et une dérégulation qui rendaient les marchés plus efficients (Bernanke, 2004). D'autres pointent la modération salariale, facteur d'une inégalité croissante (Piketty, 2013), qui conduisit à une inflation des prix des actifs et à une

1. Cet article reprend et résume les arguments développés par Saraceno (2017).

explosion du crédit, les deux phénomènes ayant finalement conduit au krach de 2007. Lorsque la crise a débuté en 2007 cela a conduit à privilégier la politique monétaire pour tenter de contre-carrer la récession. Ce n'est qu'en 2009, lorsque l'économie s'est retrouvée piégée dans la trappe à liquidité et que la politique monétaire a perdu sa capacité de traction, que des plans de relance budgétaire ont été mis en œuvre par les économies avancées comme émergentes. L'expansion budgétaire coordonnée a porté ses fruits et a été reconnue comme facteur de la reprise (Eichengreen et O'Rourke, 2009). Mais dès la phase critique de la crise passée, la peur du déficit et de l'endettement a provoqué un brusque revirement des politiques budgétaires. Le virage vers l'austérité a été particulièrement brutal en Europe, où la crise des pays périphériques a été associée de façon hâtive, avec une longue histoire de laxisme budgétaire et d'inefficacité (Sinn, 2014), et donc « soignée » par des mesures d'assainissement des finances publiques couplées aux réformes structurelles. Ceci n'est pas dû au hasard, mais à la doctrine économique qui dominait la profession et les grandes institutions en charge de coordonner la politique économique. Le « Nouveau Consensus » qui s'est développé en macroéconomie à partir des années 1980 avait établi un ensemble de résultats, indépendants des caractéristiques individuelles des différents modèles :

1. Le cadre de référence est la Théorie des Cycles Réels : les fluctuations sont « naturelles », car déterminées par la réaction optimale des agents aux chocs technologiques. Les imperfections du marché peuvent amener cet équilibre naturel à être différent de l'équilibre de Pareto ;
2. Les imperfections du marché, en particulier les rigidités nominales, provoquent à court terme aussi des écarts de l'économie de son taux de croissance naturel, c'est-à-dire des fluctuations dépendantes de la demande ;
3. L'instrument privilégié de la politique économique vise les réformes structurelles, qui en éliminant les rigidités font augmenter le taux de croissance naturel de l'économie, et le font converger vers son niveau optimal ;
4. Les écarts de la production à son niveau naturel tendent à être absorbés à moyen terme par les marchés ;
5. Les politiques macroéconomiques discrétionnaires sont inefficaces pour stabiliser l'activité économique. Suivre des règles

est préférable, parce que la politique économique devient plus facile à intégrer dans les anticipations des agents ;

6. Les fluctuations à court terme de la production n'ont pas d'influence sur la croissance naturelle.

La politique budgétaire en particulier était bannie de la boîte à outils des décideurs politiques. D'un côté, en temps normal, elle évincerait la dépense privée. De l'autre, pendant les crises keynésiennes, elle serait moins efficace que la politique monétaire pour combattre le ralentissement de l'économie, en raison des délais de décision et de mise en œuvre intrinsèques au processus décisionnel démocratique, ainsi que des risques de détournement des choix de politique budgétaire par des intérêts privés. Bien que préférée à la politique budgétaire en raison de son caractère technocratique, la politique monétaire était elle aussi censée avoir un impact limité dans le lissage des fluctuations de revenus.

2. Le retour de la politique budgétaire et le débat sur les multiplicateurs

La crise constitue un désaveu majeur du consensus, non seulement parce qu'il n'était pas équipé pour analyser les déséquilibres qui avaient leur origine dans le secteur financier, mais aussi parce que les politiques mises en place pour contrer la récession ont prolongé la récession et imposé un coût disproportionné aux populations.

Les économistes ont commencé à remettre en question la capacité des marchés à absorber les chocs, le pilier autour duquel le corpus théorique du Consensus s'était construit. Ce qui est intéressant est qu'une grande partie des recherches réévaluant le rôle de la politique macroéconomique et des régulations est venue des institutions internationales chargées du conseil économique et de la gestion des crises. Cette réévaluation est en cours et son spectre est large : de l'influence réciproque entre la répartition des revenus et la croissance (*Ball et al.*, 2013 ; FMI, 2017 ; *Kumhof et al.*, 2015), au rôle des institutions du marché du travail pour soutenir une croissance stable et inclusive (*Jaumotte et Buitron*, 2015 ; *Loungani*, 2017), ou encore au rôle des contrôles de capitaux et de la réglementation financière (*Blanchard*, 2016a). Dans cet article j'ai choisi de me concentrer sur la réévaluation de la politique budgétaire.

Les plans d'austérité mis en place dans les pays périphériques européens se fondaient sur la conviction que la taille des multiplicateurs budgétaires était plutôt faible, sans doute inférieure à un, et probablement autour de 0,5. On estimait alors que l'austérité était légèrement récessive à court terme², mais expansionniste à long terme, lorsque le retrait de l'État de l'économie en libérerait le potentiel.

Les événements ne se sont pas déroulés comme prévu : le revirement de la politique budgétaire a ralenti la reprise dans le monde entier, et dans la zone euro, l'austérité a plongé l'économie dans une récession à double creux dont elle commence à peine à se remettre. La profession a alors réévalué le rejet de la politique budgétaire préconisé par le consensus. Un encadré des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI à l'automne 2012, développé ensuite par Blanchard et Leigh (2013), a admis que pendant une récession profonde, avec une politique monétaire au taux d'intérêt voisin de zéro, les multiplicateurs étaient plus proches de 2 que de 0,5. L'impact récessif de l'austérité avait donc été plus important qu'anticipé et la baisse du PIB, plus forte que prévue, avait finalement empêché d'atteindre l'objectif de réduire le taux d'endettement.

Le débat autour de la politique budgétaire a donc pris la forme de recherches empiriques sur la taille des multiplicateurs. Les travaux empiriques sur la taille du multiplicateur en « temps normal » sont loin d'établir un consensus. Les méta-analyses de Gechert et Will (2012) et Gechert (2015) parviennent à tirer d'une vaste littérature quelques conclusions générales : premièrement, la valeur des multiplicateurs de la dépense publique est proche de 1 (et non de 0,5, valeur qui fondait les perspectives des programmes de consolidation budgétaire dans les pays en crise de la zone euro). Deuxièmement, conformément à l'argumentaire keynésien classique, les multiplicateurs de la dépense sont plus élevés que ceux de l'impôt et des transferts. Enfin, le multiplicateur associé à l'investissement public est plus grand que le multiplicateur des dépenses générales (Bom et Ligthart, 2014). L'effet keynésien à

2. Certains prétendirent même que l'austérité serait aussi expansionniste à court terme. Les écrits à ce sujet furent initiés par les travaux de Giavazzi et Pagano (1990) sur les « consolidations budgétaires expansionnistes ». Il a été prouvé que cette affirmation est fortement liée à des conditions spécifiques et donc, inexacte en substance (voir par exemple Barry et Devereux, 1995 ou Perotti, 2011).

court terme est en fait censé être accompagné d'un impact positif sur la croissance potentielle à long terme, ce qui peut entraîner des dépenses privées supplémentaires (notamment d'investissement). Il est intéressant de noter que lorsque l'économie est à la borne zéro des taux, la réaction de la politique monétaire à l'expansion budgétaire est atténuée, et la seule façon de baisser les taux d'intérêt réels est l'inflation. L'investissement a au contraire un effet déflationniste *via* son impact sur la productivité une fois le capital en place. Donc, en période de crise, les projets requérant plus de « temps pour construire » sont à privilégier parce que l'effet négatif sur le taux d'intérêt réel est reporté (Le Moigne *et al.*, 2015).

Néanmoins, la valeur du multiplicateur dépend fondamentalement d'un certain nombre de facteurs, dont en tout premier lieu le degré d'ouverture de l'économie et l'écart de production. Concernant ce dernier, le débat sur l'effectivité de la politique macroéconomique omet souvent que la théorie keynésienne ne s'applique qu'en cas de ralentissement de l'économie, c'est-à-dire quand il reste des ressources inutilisées que la dépense publique peut mobiliser. Par contre, si l'économie se trouve au plein-emploi, dans la théorie keynésienne comme dans la théorie néoclassique, la valeur du multiplicateur sera égale à zéro et l'effet d'éviction total. Les tentatives d'estimation d'une valeur variable du multiplicateur dans le temps, qui dépend de la position de l'économie dans le cycle, ne sont guère nombreuses. Creel *et al.* (2011) utilisent un modèle structurel keynésien de l'économie française, et trouvent que lorsque l'écart de production est largement négatif, la valeur du multiplicateur est bien plus élevée que lorsque l'économie fonctionne près de son équilibre de plein-emploi. Plus récemment, dans un modèle VAR à coefficients variables estimé pour le Royaume-Uni, Glocker *et al.* (2017) confirment que le multiplicateur varie avec le cycle, mais ils trouvent en revanche que la borne zéro des taux n'a pas d'impact sur la taille, au moins pour le multiplicateur des dépenses.

3. Réduire la dette publique quoi qu'il arrive ?

Le rejet par le Consensus de la politique budgétaire avait naturellement amené la profession et les responsables politiques à plaider pour une maîtrise de la dette publique. Un endettement

excessif provoquerait un effet d'éviction, une augmentation des taux d'intérêt et l'inefficience de l'économie. Il n'est donc pas surprenant que l'accroissement de la dette publique qui a suivi la crise de 2008 ait été considéré comme le problème majeur à venir de l'économie mondiale une fois la reprise en cours. La course à l'austérité et à la consolidation budgétaire se fondait sur la croyance que le surendettement nuit à la croissance. Reinhart et Rogoff (2010) ont quantifié un seuil « de danger », une ligne rouge à ne pas dépasser, à 90 % du PIB, dans un article fréquemment cité dont ensuite on a prouvé qu'il était faussé par des erreurs de calcul. Mais son message principal, l'existence d'un seuil universel au-delà duquel la dette pèse sur la croissance, n'a pas disparu du débat public. Ce n'est que récemment, dans son *Fiscal Monitor* (FMI, 2016a) que le FMI a apporté une vision plus nuancée. Le rapport déplace l'attention vers la dette privée, arguant que le désendettement des ménages et des entreprises qui devra se poursuivre dans les années qui viennent, exigera des mesures d'accompagnement par le secteur public : d'une part, une attention renouvelée au secteur financier, pour veiller à ce que les problèmes de liquidité des entreprises (mais aussi des institutions financières), ne dégènerent pas en problèmes de solvabilité. D'autre part, un activisme accru pour remédier aux conséquences macroéconomiques du désendettement du secteur privé, notamment l'excès d'épargne que s'ensuivra, par un soutien keynésien de la demande agrégée ; ce qui sous-entend que la dette publique pourrait croître momentanément pour soutenir l'activité économique.

La nécessité d'accepter des augmentations temporaires de la dette publique, afin d'assurer la viabilité de l'économie à long terme, va au-delà de la gestion du désendettement et de la crise. Dans un chapitre de son rapport sur les *Perspectives de l'économie mondiale*, le FMI (2014) a braqué les projecteurs sur l'investissement public, notant qu'il y a une marge d'accroissement du stock de capital public dans les pays avancés comme dans les pays en développement. Le FMI soutient qu'avec une forte productivité du capital public (du fait de niveaux historiquement bas), et des taux d'emprunt qui vont rester proches de zéro, l'investissement public n'a jamais été aussi rentable, même en faisant abstraction de son rendement social. Une augmentation de l'investissement public, même financée par le déficit, soutiendrait l'activité économique à

court terme, augmenterait la productivité et la croissance potentielle à long terme, et diminuerait au bout du compte les ratios entre dette publique et PIB. Une reprise de l'investissement semble aujourd'hui être une condition nécessaire pour éviter que les économies avancées s'enlisent dans une « stagnation séculaire ».

4. Réformes structurelles : quand et comment ?

Le Nouveau Consensus se distingue en ce qu'il argue que la seule façon d'accroître de manière permanente le taux de croissance potentiel de l'économie passe par l'élimination des rigidités, particulièrement sur les marchés du travail. C'est pourquoi les réformes structurelles sont un pilier des préconisations de politique économique du Consensus. Que ce soit les programmes de sauvetage du FMI en Amérique latine ou en Afrique, ou les recommandations de la Commission européenne aux pays de l'UEM en crise, les privatisations, l'amélioration de la flexibilité sur le marché de la production et du travail et la réduction de la protection sociale, étaient des recommandations *one-size-fits-all* exigées pour faciliter l'efficacité des marchés et échapper à une croissance morose. Les premiers doutes à l'égard de l'accent presque exclusif sur les réformes datent de la fin des années 1990, quand les préconisations du Consensus de Washington échouent à donner les résultats attendus. Les critiques restaient cependant circonscrites, au début, car elles soulignaient surtout les effets redistributifs pernicieux des réformes structurelles ; de plus, à quelques exceptions notables près, elles étaient formulées par des économistes non orthodoxes.

Les choses ont changé avec la crise. Si elles peuvent augmenter à long terme la croissance potentielle, l'impact des réformes à court terme et leur efficacité dépendent des conditions dans lesquelles elles sont mises en œuvre. Ainsi, Rodrik (2013) affirme que les réformes entraînent par définition un processus de « destruction créatrice » : les secteurs efficaces et innovants sont censés absorber les ressources libérées par les secteurs inefficients, ce qui pourtant n'arrive que s'ils peuvent anticiper une demande pour leur production additionnelle. En période de récession, ou de croissance lente et stagnante, le capital retiré des secteurs inefficients et le chômage généré ne seront pas absorbés par les activités plus dynamiques. Les

réformes peuvent ainsi aller à l'encontre de l'effet recherché, et mener à une stagnation de la productivité et de la croissance.

Eggertsson *et al.* (2014) insistent sur l'échelonnement des réformes pour en assurer le succès. À long terme, l'effet attendu des réformes est de diminuer le pouvoir de marché, afin d'obtenir une baisse des prix et un bien-être accru des consommateurs. En période de récession, cette déflation attendue augmente le taux d'intérêt réel et déprime encore plus la dépense privée. La banque centrale pourrait accompagner les réformes par une politique monétaire expansionniste pour compenser la chute des prix. Mais si l'économie est figée à un taux d'intérêt nul, la politique monétaire est sans effet et les réformes nuisent à l'économie.

La recherche empirique récente confirme ces mécanismes. Le FMI (2016), tout en soutenant que les réformes ont des effets positifs à long terme, met en garde sur un certain nombre de conséquences indésirables à court terme. Les réformes du marché du travail en particulier pourraient avoir un impact négatif sur la croissance et la productivité, si elles sont mises en œuvre en période de croissance ralentie. S'écartant ainsi du Nouveau Consensus, le rapport conclut que les réformes des marchés de la production et du travail ne sont pas des « solutions miracles » et que les responsables politiques ne devraient y avoir recours qu'accompagnées d'autres mesures en soutien de la croissance. Les politiques macroéconomiques peuvent maximiser les chances de succès des réformes à la fois directement, par leur effet sur la demande agrégée, et indirectement, en changeant les incitations. Le rapport va plus loin en affirmant que les réformes « traditionnelles » prônées par le Consensus (principalement l'accroissement de la flexibilité) devraient être accompagnées de mesures plus inclusives, par exemple dans les domaines de l'éducation et de l'innovation, qui pourraient aider à en amortir l'impact négatif à court terme. L'OCDE (2016) parvient aux mêmes conclusions. En période de demande globale faible, établir une priorité entre les réformes est la clé de leur succès. L'OCDE rejoint l'analyse du FMI sur les réformes du marché du travail, les plus enclines à occasionner des coûts à court terme qui mènent à l'échec final. En temps de crise, le paquet de réformes doit plutôt inclure des mesures financières pour faciliter l'investissement, pour réduire les obstacles à l'entrée dans le secteur des services, des réformes des

droits aux prestations dans les domaines de la santé et des retraites. L'OCDE va jusqu'à suggérer la mise en œuvre de politiques actives de l'emploi et l'augmentation de l'investissement dans les infrastructures publiques, « réformes » au sens large donc, qui nécessiteraient un accroissement de la dépense publique. Enfin, les pays dont les marges de manœuvre budgétaires sont très limitées devraient préférer des mesures à rendements élevés à court terme ou à faibles coûts, et accepter ainsi l'idée que l'échelonnement est un élément déterminant de la réussite de l'effort de réforme.

En commentant le paquet de mesures d'incitation fiscale annoncé à l'été 2016 par le gouvernement japonais, Adam Posen (2016) affirme que la politique budgétaire peut être un instrument puissant de réforme structurelle. Il remarque que la politique fiscale est utilisée pour dynamiser la participation du marché du travail (notamment des femmes, par l'investissement dans des systèmes de garde d'enfants et des réductions d'impôts) ; ces mesures visent à relancer la croissance potentielle, en établissant ainsi un nouveau lien entre politiques de stabilisation à court terme et croissance à long terme.

En résumé, les réformes ne peuvent pas être mises en œuvre sans tenir compte de la conjoncture et des interactions avec d'autres politiques ; il est primordial d'établir des priorités (en privilégiant les réformes des marchés de produits plutôt que les réformes du marché du travail), de les échelonner et de mettre en place des politiques macroéconomiques de soutien. Enfin, les effets à court et à long terme des réformes ne peuvent être dissociés les uns des autres, ce qui est particulièrement important, car un autre pilier du Nouveau Consensus a été secoué par la crise : l'idée que les gouvernements pouvaient mettre en œuvre des politiques visant la croissance à long terme sans se soucier des conséquences à court terme. En Europe notamment, la récession a été considérée comme un effet secondaire à court terme qui n'affecterait en rien le gain que représentait à long terme l'effet des réformes et de l'austérité. Cette interprétation reposait sur la séparation présumée entre le cycle et la tendance, les facteurs de la demande n'affectant que le premier et les politiques de l'offre la dernière.

5. Repenser la politique macroéconomique en stagnation séculaire

La sévérité de la récession qui touchait l'économie a jeté un doute sur le fait qu'il s'agissait d'un simple ralentissement cyclique. Les économistes se sont alors demandé si l'économie serait un jour capable de revenir à ses anciens niveaux d'activité : d'un côté, le débat sur la stagnation séculaire mettait en évidence les raisons qui permettaient de penser que les taux de croissance des années 1950 à 1970 ne seraient plus jamais atteints ; de l'autre, quelques auteurs soulignaient combien les crises s'étalant sur des périodes prolongées pouvaient entamer le capital physique et humain, causant des dommages irréversibles à l'économie.

Delong et Summers (2012) reprennent en particulier une vieille intuition de Blanchard et Summers (1986), qui mettait l'accent sur le rôle de *l'hystérèse* dans le chômage de longue durée : les travailleurs qui restent sans emploi sur une longue période perdent leur capital humain, et lorsque ils retrouvent enfin un emploi, ils seront moins productifs. L'austérité budgétaire sévère peut donc s'avérer destructrice à long terme également. Fatas et Summers (2015) apportent des preuves empiriques de cette analyse, lorsqu'ils démontrent que les chocs subis par l'économie à court terme tendent à impacter le PIB courant ainsi que le PIB potentiel. Parmi ces chocs, ils s'intéressent spécifiquement aux consolidations budgétaires, qui, en temps de crise, lorsque les multiplicateurs sont particulièrement élevés, ont un effet très largement négatif sur la production, à court comme à long terme. Fatas et Summers rejoignent donc la littérature qui plaide contre la consolidation budgétaire et y ajoutent même leur grain de sel : l'austérité au mauvais moment ne provoque pas seulement une souffrance injustifiée à court terme, elle peut aussi être vouée à l'échec à long terme. La Grèce n'est donc pas un cas exceptionnel.

La profondeur, l'intensité et la durée de la crise ont déclenché une réflexion sur la possibilité d'un retour aux taux de croissance de la deuxième moitié du vingtième siècle. En 2014, Larry Summers a ressuscité un terme qui date des années 1930, la « stagnation séculaire », pour décrire le dilemme auquel sont confrontées les économies avancées. Hansen (1939) avait observé que la population et le capital tendent à avoir, sur de longues périodes, des taux de croissance similaires. Ayant observé un taux

de croissance de la population déclinant, il en conclut que l'accumulation de capital ralentirait aussi, induisant une croissance déprimée, après la turbulence conjoncturelle des années 1930. L'histoire a ensuite prouvé que Hansen avait tort surtout parce que tout au long de la deuxième moitié du vingtième siècle, l'innovation technologique a généré un rapport entre capital et travail en constante augmentation.

La discussion actuelle autour de la stagnation séculaire intervient dans un contexte similaire à celui dans lequel Hansen écrivait : une économie se battant pour retrouver son dynamisme après une crise dévastatrice déclenchée par une chute de la demande³. Gordon (2012, 2016) se penche sur les facteurs liés à l'offre, quoique différents de ceux évoqués par Hansen. Gordon affirme (non sans être critiqué, voir par exemple, Phelps, 2013) que les révolutions technologiques successives ont un impact potentiel de plus en plus faible, et qu'en ce moment précis, une innovation vacillante fait face à six vents contraires à même de compresser la croissance potentielle : (1) l'inversion du dividende démographique, qui pèse sur les finances publiques, du fait du vieillissement de la population ; (2) l'augmentation des inégalités qui réduit l'accumulation de capital humain ; (3) l'effet combiné de la mondialisation et des nouvelles technologies qui a engendré une concurrence accrue sur les marchés du travail et donc une baisse des salaires et de la productivité ; (4) le coût croissant du réchauffement climatique ; (5) le fardeau de la dette (publique et privée) léguée par la crise et enfin (6), plus spécifiquement aux États-Unis, la détérioration du niveau scolaire. Tous ces vents contraires tendent à réduire l'accumulation de capital (principalement humain), et donc la croissance potentielle future.

Larry Summers (2014, 2016) met l'accent sur la demande pour expliquer la stagnation séculaire : des progrès techniques moindres, une croissance ralentie de la population, une baisse du recours des entreprises à la dette pour financer l'investissement réduiraient de concert les niveaux de l'investissement. Dans le même temps, le fardeau de la dette, l'accumulation des réserves (publiques et privées) induite par l'instabilité financière, la montée

3. Voir Le Garrec et Touzé (dans ce numéro) pour les détails sur le débat autour de la stagnation séculaire.

des inégalités (voir aussi Fitoussi et Saraceno, 2011) accroîtraient le niveau de l'épargne. Le taux d'intérêt naturel en résultant étant voisin de zéro, voire carrément négatif, il engendrerait un excédent structurel de l'épargne sur l'investissement. Summers affirme que la plupart des facteurs exerçant une pression à la baisse sur le taux d'intérêt naturel ne sont pas cycliques mais structurels, de sorte que l'excédent d'épargne actuel est voué à perdurer à moyen et à long terme. Le taux d'intérêt naturel pourrait rester négatif même au-delà du ralentissement conjoncturel actuel. La conclusion n'est pas particulièrement rassurante car les responsables politiques auront à naviguer, dans les quelques années qui viennent, entre Scylla – accepter un excès d'épargne constant et une croissance ralentie (inapte à attaquer le chômage) et Charybde – essayer de combattre la stagnation séculaire en alimentant des bulles qui éliminent les excédents d'épargne, au prix d'une instabilité accrue et du risque de crises financières violentes, comme celle que nous avons vécue en 2008. La crise récente est un excellent cas d'école à cet égard, si l'on considère la politique des deux banques centrales les plus importantes au niveau mondial, objets de critiques pour des raisons diamétralement opposées : la Fed accusée d'avoir maintenu les taux d'intérêt trop bas et contribué à la bulle immobilière (Rajan, 2010) et la BCE coupable selon certains d'avoir fait trop peu et trop tard, pendant la crise de la zone euro (Saraceno, 2016).

Olivier Blanchard (2016b) a poussé plus loin la réflexion. En s'éloignant du Consensus qu'il contribua à façonner (Blanchard, 2009), il conclut que le recours exclusif à la politique monétaire pour la stabilisation macroéconomique doit être réévalué. Avec (a) des taux d'intérêt bas qui évacuent le problème de la soutenabilité de la dette, (b) la dérégulation des marchés financiers qui risque d'induire une plus grande variabilité du PIB et de l'activité économique et (c) une politique monétaire (presque) constamment limitée à la borne zéro des taux, la politique budgétaire devrait retrouver un rôle prééminent parmi les instruments de régulation macroéconomique.

Néanmoins, Blanchard s'arrête à un pas de la conclusion qui pourtant devrait être évidente : si l'économie est vouée à rester suspendue à une situation semi-permanente d'excédent d'épargne, et si la politique monétaire est incapable de réabsorber le déséquilibre, il y a en fait deux façons d'éviter que l'excédent d'épargne *ex ante* déprime l'économie : soit par une épargne externe négative

semi-permanente (c'est-à-dire un surplus de la balance courante), ou par une épargne négative publique semi-permanente. La première option, le modèle de croissance par les exportations, que l'Allemagne tente aujourd'hui de généraliser au niveau de l'UEM, n'est pas viable pour l'économie globale. Tout le monde ne peut être exportateur net : la croissance par les exportations et les stratégies non coopératives ne peuvent être une solution que pour un seul pays (ou région) et ce, uniquement à court terme. La deuxième option, un déficit public semi-permanent, doit être encore étudiée plus en détail, particulièrement en ce qui concerne ses implications pour la gouvernance macroéconomique de l'UEM. Si le financement du déficit ne pose pas de problème tant que l'excès d'épargne privée persiste, les modalités sont à définir. Il s'agirait en fait de canaliser l'épargne vers la dette publique, sans créer de l'instabilité. Une première option pourrait consister en l'émission d'une « dette pour l'investissement » réservée aux résidents, pour éviter ou limiter les flux de capitaux spéculatifs (Fazi et Iodice, 2016 ; Koo, 2011). Une option plus radicale serait le financement par des « titres perpétuels » (Flaherty *et al.*, 2016 ; Sachs, 2014), particulièrement indiqués pour financer la transition énergétique, qui permettrait en fait une monétisation *de facto* de la dette. Flaherty *et al.* (2016) remarquent que l'acceptation de ces titres comme collatéral par les banques centrales les rendrait désirables même si le rendement de marché des investissements était inférieur au rendement social.

Quelle « nouvelle » macroéconomie émergera de l'ébranlement du Consensus auquel nous assistons aujourd'hui ? Nul ne le sait. Au cours du vingtième siècle, les écoles néoclassiques et keynésiennes ont été tour à tour les paradigmes dominants, chacun émergeant de la crise de l'autre. Chaque fois les paradigmes dominants tendaient au fil du temps à se fermer de plus en plus aux influences extérieures. Le refus d'accepter la complexité a été la caractéristique de chaque paradigme dominant, le conduisant finalement, victime de son arrogance, à sa chute.

L'idéologie a certainement joué un rôle dans la transformation du débat académique en querelle de clocher. L'identification de la théorie néoclassique avec les positions politiques conservatrices, et du keynésianisme avec les visions progressistes, a éloigné plus encore les économistes de la prise en compte de la complexité. Au cours des trois dernières décennies en particulier, quand la macro-

économie en est venue à être considérée comme l'accumulation progressive de connaissances à l'intérieur du cadre conceptuel des postulats de la rationalité néoclassique, toute tentative d'évaluation de la validité de la théorie, en fonction du contexte historique et des institutions, ou l'introduction d'approches alternatives fondées sur des postulats différents, n'a trouvé aucun espace dans le débat académique ou politique.

Par le passé, chaque crise ouvrait une voie de contamination possible, car le paradigme dominant était affaibli, alors que les alternatives n'avaient pas encore confirmé leur emprise. Le Nouveau Consensus est un exemple de contamination qui s'est néanmoins rapidement transformé en un mécanisme fondamentalement néoclassique dans les années 1980. De la crise actuelle, nous devrions émerger avec le principe méthodologique qu'aucune théorie n'est adaptée pour toutes les saisons. L'éclectisme devrait être le principe directeur de la macroéconomie dans les prochaines années ; nous devrions renoncer aux tentatives de parvenir à une théorie unifiée. Il n'y a pas d'approche universelle, ni de politiques « supérieures » aux autres ; les économistes devraient arrêter de vendre cette illusion dangereuse aux responsables politiques.

Références

- Ball L. M., D. Furceri, D. Leigh, et P. Loungani, 2013, « The Distributional Effects of Fiscal Consolidation », *IMF Working Paper*, 13/151.
- Barry F. and M.B. Devereux, 1995, « The Expansionary Fiscal Contraction Hypothesis: A Neo-Keynesian Analysis », *Oxford Economic Papers*, 47(2) : 249-64.
- Bernanke B. S., 2004, « The Great Moderation », *Remarks at the Meetings of the Eastern Economic Association*, Washington DC, 2 février.
- Blanchard O. J., 2009, « The State of Macro », *Annual Review of Economics*, 1(1) : 209-28.
- Blanchard O. J., 2016a, « Currency Wars, Coordination, and Capital Controls », *NBER Working Paper*, n° 2238, juillet.
- Blanchard O. J., 2016b, « Rethinking Macro Policy: Progress or Confusion? », in Blanchard O. J. et al. (eds.), *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*. MIT Press.
- Blanchard O. J. et D. Leigh, 2013, « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers », *American Economic Review*, 103.

- Blanchard O. J. et L. H. Summers, 1986, « Hysteresis and the European Unemployment Problem », *NBER Macroeconomics Annual*, (Vol. 1).
- Bom P. R. D. et J. E. Ligthart 2014, « What Have We Learned From Three Decades of Research on the Productivity of Public Capital? », *Journal of Economic Surveys*, 28(5) : 889-916.
- Creel, J., É. Heyer, et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps : les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE* 116 : 61-88.
- Delong J. B. et L. H. Summers 2012, « Fiscal Policy in a Depressed Economy », *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 1-52.
- Eggertsson G. B., A. Ferrero et A. Raffo, 2014, « Can Structural Reforms Help Europe? », *Journal of Monetary Economics*, 61 : 2-22.
- Eichengreen B. et K. O'Rourke, 2009, « A Tale of Two Depressions », *VoxEU*.
- Fâtas A. et L. H. Summers, 2015, « The Permanent Effects of Fiscal Consolidations », *CEPR Discussion Paper*, n° 10902.
- Fazi T. et G. Iodice, 2016, « Why Further Integration Is the Wrong Answer to the EMU' S Problems?: The Case for a Decentralised Fiscal Stimulus », *Journal for a Progressive Economy* (forthcoming).
- Fitoussi J.-P. et F. Saraceno, 2011, « Inequality, the Crisis and After », *Rivista Di Politica Economica*, (1) : 9-28.
- Flaherty M., A. Gevorkyan, S. Radpour et W. Semmler, 2016, « Financing Climate Policies through Climate Bonds—A Three Stage Model and Empirics », *Research in International Business and Finance*, pp. 1-12.
- FMI, 2016a, « Debt: Use It Wisely », *IMF Fiscal Monitor*, octobre.
- FMI, 2016b, « Time for a Supply-Side Boost? Macroeconomic Effects of Labor and Product Market Reforms in Advanced Economies », *World Economic Outlook* (Chapter 3).
- FMI, 2017, « Tackling Inequality », *IMF Fiscal Monitor*, octobre.
- Gechert S., 2015, « What Fiscal Policy Is Most Effective? A Meta-Regression Analysis », *Oxford Economic Papers*, 67(3) : 553-80.
- Gechert S. et H. Will, 2012, *Fiscal Multipliers: A Meta Regression Analysis* *IMK Working Paper*, Vol. 97.
- Giavazzi F. et M. Pagano, 1990, « Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries », *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 1990/5.
- Glocker C., G. Sestieri et P. Towbin, 2017, « Time-Varying Fiscal Spending Multipliers in the UK », *Banque de France Working Paper*, 643.
- Gordon R. J., 2012, « Is US Growth over? Faltering Innovation Faces Six Headwinds », *CEPR Policy Insight*, 63.
- Gordon R. J., 2016, *The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War*. The Princeton Economic History of the Western World. Princeton University Press.

- Hansen A. H., 1939, « Economic Progress and Declining Population Growth », *The American Economic Review*, 24 (1) : 1-15.
- Jaumotte F. et C. O. Buitron, 2015, « Inequality and Labor Market Institutions », *IMF Staff Discussion Note*, 15/14.
- Koo R., 2011, « The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics », *Real World Economics Review*, (58) : 19-37.
- Kumhof M., R. Rancière et P. Winant, 2015, « Inequality, Leverage and Crises », *American Economic Review*, 105 (3) : 1217-45.
- Loungani P., 2017, « Inclusive Growth and the IMF », *iMFdirect - The IMF Global Economy Forum*, 24 janvier.
- Le Moigne M., F. Saraceno et S. Villemot, 2015, « Le Plan Juncker peut-il nous sortir de l'ornière ? », *Revue de l'OFCE*, 144 : 358-86.
- OCDE, 2016, « Economic Policy Reforms », *Going for Growth Interim Report*.
- Perotti R., 2011, « The Austerity Myth: Gain Without Pain? », *NBER Working Paper 17571*, novembre.
- Phelps E. S., 2013, *Mass Flourishing: How Grassroots Innovation Created Jobs, Challenge, and Change*. Princeton University Press.
- Piketty T., 2013, *Le capital au XXI^e siècle*, Le Seuil.
- Posen A., 2016, « Shinzo Abe's Stimulus Is a Lesson for the World », *The Financial Times*, 2 août.
- Rajan R. G., 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press.
- Reinhart, C. M. et K. S. Rogoff, 2010, « Growth in a Time of Debt », *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 100 : 573-8.
- Rodrik D., 2013, « Europe's Way Out », *Project Syndicate*, 12 juin.
- Sachs J., 2014, « Climate Change and Intergenerational Well-Being », in Bernard L. et Semmler W. (eds), *The Oxford Handbook of the Macroeconomics of Global Warming*, Oxford: Oxford University Press.
- Saraceno F., 2016, « The ECB: A Reluctant Leading Character of the EMU Play », *Economia Politica*, 33 (2) : 129-51.
- Saraceno F., 2017, *L'économie à l'épreuve des faits. Comprendre les controverses du passé pour éclairer les défis de la société*, Paris : Revue Banque Édition.
- Sinn H.-W., 2014, « Austerity, Growth and Inflation: Remarks on the Eurozone's Unresolved Competitiveness Problem », *The World Economy*, 37(1) : 1-13.
- Summers L. H., 2014, « U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound », *Business Economics*, 49 (2) : 65-73.
- Summers L. H., 2016, « The Age of Secular Stagnation. What It Is and What to Do About It », *Foreign Policy*, mars-avril.
- Trichet J.-C., 2010, « Reflections on the Nature of Monetary Policy Non-Standard Measures and Finance Theory », *Opening Address at the ECB Central Banking Conference*, 18 novembre.