
Covid-19 et imbrication des crises : réhabiliter le keynésianisme pour refonder la politique macroéconomique

*Covid-19 and interweaving of crises: Restoring Keynesianism in order to rebuild
macroeconomic policy*

Sébastien Charles, Thomas Dallery et Jonathan Marie



Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/regulation/18390>

DOI : [10.4000/regulation.18390](https://doi.org/10.4000/regulation.18390)

ISSN : 1957-7796

Éditeur

Association Recherche & Régulation

Ce document vous est offert par Fondation nationale des sciences politiques



Référence électronique

Sébastien Charles, Thomas Dallery et Jonathan Marie, « Covid-19 et imbrication des crises : réhabiliter le keynésianisme pour refonder la politique macroéconomique », *Revue de la régulation* [En ligne], 29 | 2021, mis en ligne le 17 février 2021, consulté le 13 mars 2021. URL : <http://journals.openedition.org/regulation/18390> ; DOI : <https://doi.org/10.4000/regulation.18390>

Ce document a été généré automatiquement le 13 mars 2021.



Revue de la régulation est mise à disposition selon les termes de la Licence Creative Commons Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International.

Covid-19 et imbrication des crises : réhabiliter le keynésianisme pour refonder la politique macroéconomique

Covid-19 and interweaving of crises: Restoring Keynesianism in order to rebuild macroeconomic policy

Sébastien Charles, Thomas Dallery et Jonathan Marie

Introduction

- 1 La crise de la covid-19 et les nombreuses mesures de confinement (« *the great lockdown* ») adoptées partout sur la planète lors du 1^{er} semestre 2020 ont provoqué une brutale récession dont l'ampleur et les conséquences sont sans commune mesure avec celles qui ont suivi les crises économiques de ces dernières décennies. Ces effets économiques de la crise sanitaire surviennent dans un contexte de crise écologique elle aussi planétaire. L'enchevêtrement de ces crises appelle à repenser l'orientation de nos politiques macroéconomiques. Cette réflexion doit s'effectuer dans l'objectif de redéfinir les objectifs assignés à la politique économique ainsi que pour préciser quels sont les instruments que l'on doit manier afin d'atteindre les objectifs retenus. La politique économique ne doit pas seulement viser à atténuer les conséquences économiques de la crise sanitaire.
- 2 Nous estimons que la théorie post-keynésienne fournit des pistes intéressantes qui devraient orienter les politiques à mettre en œuvre dès à présent. La politique macroéconomique devrait être mobilisée afin de poursuivre quatre objectifs : atténuer les effets de la crise de la covid-19, atteindre le plein-emploi, permettre la transition écologique et réduire la vulnérabilité des économies domestiques aux chocs globaux par une certaine relocalisation des activités productives. Atteindre ces objectifs

requiert de réhabiliter la politique budgétaire comme instrument clé de la politique économique, à rebours de sa marginalisation depuis plusieurs décennies, et d'organiser la diminution du temps de travail. Cela est impossible dans le cadre de pensée actuel : la crise impose de changer le référentiel intellectuel dominant en macroéconomie.

- 3 Notre contribution est organisée en deux sections. La première vise à présenter les origines intellectuelles et les principales caractéristiques contemporaines du cadre institutionnel régissant les politiques macroéconomiques pour en souligner les insuffisances. Celles-ci étaient manifestes bien avant la crise de la covid-19. La deuxième partie s'attache à justifier la nécessaire réhabilitation de la politique budgétaire, en questionnant sa complémentarité avec les autres outils traditionnels de la politique économique (monétaire notamment) comme avec la baisse du temps de travail, et ce, en mobilisant certains faits stylisés concernant l'économie française.

1. Depuis les années 1980 : affaiblissement du rôle conféré à la politique budgétaire et ambition restreinte de la politique monétaire

- 4 Pour les économistes aujourd'hui dominants en macroéconomie et influencés par l'idée que l'économie tend naturellement vers le plein-emploi, celui-ci doit être obtenu *via* les réformes structurelles, lesquelles permettraient d'améliorer le fonctionnement du marché du travail. Ces mêmes économistes avancent que la politique monétaire est l'outil le plus adapté pour atteindre l'objectif de stabilité des prix. La politique fiscale doit stimuler la croissance, en encourageant une réduction de la pression fiscale pour inciter à l'effort et à l'innovation. Enfin, si l'objectif ciblé est l'équilibre des échanges extérieurs, les économistes dominants pourraient y affecter la politique budgétaire, laquelle peut conduire à réduire la croissance et le déficit commercial. C'est l'attitude adoptée lors de la crise de la zone euro où les pays en déficits commerciaux ont dû imposer à leurs populations des politiques d'austérité dans le but de rétablir les équilibres extérieurs. Cette répartition des rôles repose sur des concepts économiques douteux et ne constitue pas l'unique articulation possible des politiques économiques.

1.1. L'influence décisive de courants de pensée aux concepts discutables

- 5 La crise de la covid-19, dans ses dimensions macroéconomiques, interroge la capacité de résilience des structures institutionnelles de régulation macroéconomique : en l'état, les politiques économiques ne semblent pas en mesure de faire face efficacement aux multiples chocs économiques découlant de la pandémie, sans même parler de leur capacité à placer nos économies sur un sentier de développement économique soutenable.
- 6 Aujourd'hui, et plus particulièrement dans la zone euro, l'outil de régulation macroéconomique privilégié est la politique monétaire, et celle-ci doit en priorité assurer la stabilité des prix. C'est la conséquence de l'influence d'écoles de pensée en économie (monétarisme, école nouvelle-classique, nouveau-keynésianisme) qui ont participé à former le courant aujourd'hui dominant en macroéconomie, qu'on appelle le « nouveau consensus ». Ces écoles ont en commun qu'elles minimisent, à l'opposé de

la tradition keynésienne, l'efficacité potentielle de la politique budgétaire. Les fondements théoriques de ces écoles de pensée sont discutables ; en outre, les principaux objectifs qu'elles assignent à la politique économique apparaissent largement inadaptés à la situation actuelle.

- 7 Sur le plan de la politique monétaire, l'influence de Friedman et du monétarisme qu'il développe à l'université de Chicago est indéniable, et ce dès la fin des années 1960. Il écrit déjà dans l'*American Economic Review* en 1968 que la politique monétaire doit être menée de manière à maintenir un taux d'inflation stable (par la poursuite d'un taux de croissance stable de la base monétaire, laquelle serait contrôlée par la banque centrale). Avec Friedman est réhabilitée l'idée que la politique monétaire ne doit avoir comme objectif que celui de limiter l'inflation, et que cette perturbation nominale de l'économie est nécessairement provoquée par un excès de monnaie. Pour lui, l'économie est naturellement au plein-emploi à long terme, et il n'y a donc pas lieu de chercher à mener une politique monétaire qui viserait à soutenir l'activité. L'enseignement est évident : la politique monétaire doit avoir pour objectif la recherche d'un taux d'inflation faible.
- 8 Sur le plan de la politique budgétaire, la proposition d'équivalence ricardienne (Barro, 1974), avancée conjointement au postulat que les agents économiques formulent des anticipations rationnelles, est une offensive anti-keynésienne particulièrement influente. Construit de manière hypothético-déductive, le cadre théorique permet aux auteurs du courant nouveau classique de mettre en évidence l'inefficacité absolue d'une politique budgétaire expansionniste : quand l'État dépense plus, les acteurs privés ont conscience que ce surcroît de dépense devra un jour se traduire par une augmentation des impôts, et ils décident donc de couper leurs dépenses en prévision de cette future hausse de la pression fiscale, neutralisant ainsi l'effet positif initial qu'aurait apporté la montée des dépenses publiques. Alors que les keynésiens fondent une partie de la justification de la politique budgétaire dans son efficacité à relancer l'activité grâce au mécanisme du multiplicateur (Charles, Dallery & Marie, 2018), les nouveaux classiques rejettent toute efficacité à la politique de relance en niant l'existence du multiplicateur. Dès lors, pour ces derniers, la politique budgétaire ne saurait être mobilisée pour soutenir l'activité économique, mais il conviendrait au contraire de systématiquement respecter l'équilibre budgétaire. Ces propositions radicales ont très largement influencé la recherche en économie comme la conduite des politiques économiques (Fazzari, 2020 ou Rowthorn, 2020).
- 9 Le courant dominant qui va s'imposer dans les années 1980 dans le champ de la recherche en macroéconomie est le nouveau consensus. Au sein de ce courant, les fluctuations macroéconomiques de court terme sont possibles. Elles s'effectuent autour d'un niveau d'équilibre naturel et de plein-emploi ; un écart temporaire de l'activité par rapport au niveau d'équilibre peut survenir en raison d'imperfections de marché et / ou de rigidités des prix et des salaires (cet écart est nommé *output gap* ou écart de production). L'économie est ici guidée par l'offre (et non par la demande comme dans la macroéconomie keynésienne) et les fluctuations de court terme s'expliquent par des chocs technologiques et les réactions rationnelles des agents effectuées en retour. Dans ce cadre, « la politique budgétaire en particulier était bannie de la boîte à outils des décideurs politiques. [...] 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 » (Saraceno, 2017, p. 367). Ici, c'est la

politique monétaire qui doit permettre d'amortir les chocs ; en cas de choc négatif, une baisse des taux d'intérêt directs facilitera le retour à l'équilibre naturel de l'économie. La banque centrale doit suivre l'écart de production pour conduire sa politique de taux d'intérêt ; c'est d'ailleurs le sens de la règle de Taylor¹. Dans la zone euro, la politique économique menée est en outre influencée par l'ordolibéralisme (Bibow, 2018) : cela confère à la Banque centrale européenne (BCE) un biais anticroissance marqué et permet de « justifier » les règles budgétaires restrictives adoptées depuis le traité de Maastricht de 1992. La zone euro représente en quelque sorte la quintessence de ce que les économistes *mainstream* appellent la *monetary dominance* : la politique monétaire doit dominer la politique budgétaire, l'indépendance forte de la BCE permettant à la politique monétaire de s'imposer aux gouvernements nationaux et de restreindre les marges de manœuvre de la politique budgétaire.

1.2. Quelques faits et leçons de la période pré-covid-19

- 10 Lors des années 1990 et 2000 (jusqu'à la crise financière de 2008) se généralise le terme de « grande modération » pour caractériser cette période particulière dans l'histoire économique marquée par une croissance stable et non inflationniste. Ce terme est trompeur, car il masque une grande diversité de trajectoires. On doit aussi admettre que les conséquences sur la répartition ou la stabilité financière des politiques macroéconomiques menées sur cette période ont été largement et globalement minimisées (Seccareccia & Khan, 2019, p. 367).
- 11 La crise de 2008 a pris par surprise les économistes se référant au courant dominant, provoquant immédiatement un ajustement dans les politiques économiques menées et amorçant une timide évolution des réflexions théoriques au sein du nouveau consensus. Concernant les politiques macroéconomiques adoptées, Fiebiger et Lavoie (2020, p. 81) repèrent que le soutien budgétaire discrétionnaire afin d'enrayer la récession lors des années 2008 et 2009 fut globalement mobilisé... avant que ne se produise très et trop rapidement un retour en grâce de l'austérité favorisant en retour la stagnation.
- 12 En matière monétaire, les politiques adoptées lors de la crise ont elles aussi largement évolué par rapport à la période d'avant-crise. Toutefois, ces évolutions n'ont pas été remises en cause depuis. Pourtant désigné par le vocable de « mesures non conventionnelles », terme sous-entendant qu'elles sont non seulement inhabituelles mais aussi appelées à n'être que ponctuelles, les décisions originales prises par les banques centrales à la suite de la crise financière et bancaire de 2008 sont donc devenues la norme. Ainsi, en plus d'assumer leur rôle de prêteur en dernier ressort du système bancaire, les banques centrales sont devenues contrepartistes en dernier ressort sur les marchés financiers, en se proposant d'acquérir les titres financiers via les mesures de *Quantitative Easing (QE)* (Harribey *et al.*, 2018). Cette mesure, alliée à la baisse des taux d'intérêt directs jusqu'en territoire négatif par plusieurs banques centrales comme la BCE et à la facilitation d'obtention de la monnaie centrale par les banques commerciales devait, selon les économistes du nouveau consensus, provoquer des effets positifs sur l'activité réelle, par activation de l'ensemble des canaux de transmission de la politique monétaire. Pourtant, les effets sur l'activité réelle de ces mesures non conventionnelles ont été décevants² ; bien sûr la situation aurait été bien plus dégradée si les banques centrales n'avaient pas adopté ces mesures (Pressman,

2019), mais elles ont été insuffisantes car pas assez coordonnées avec une politique budgétaire de soutien à l'activité³. Il est ici évident que les décennies de minimisation de l'impact potentiellement positif de la politique budgétaire sur la demande globale ont été déterminantes.

- 13 Il serait excessif de ne pas repérer la moindre évolution au sein du nouveau consensus : face à l'incapacité de la seule politique monétaire de permettre un retour à la situation d'avant la crise, les appels pour une politique budgétaire expansionniste se sont multipliés⁴. Néanmoins, et c'est primordial, ces appels se sont effectués sans que les fondements théoriques soient remis en cause, ni même discutés. Ainsi, les économistes nouveaux-keynésiens peuvent justifier des mesures budgétaires expansionnistes par la situation anormale provoquée par la faiblesse des taux d'intérêt directeurs (le fameux *Zero Lower Bound*). Il s'agit pour eux de ne pas renier le fait qu'en temps normal la politique monétaire seule suffise, ni même que des mesures de politique budgétaire expansionniste peuvent générer un effet d'éviction sur les dépenses privées. Mais, selon ces économistes, puisqu'on est dans une période anormale ouverte par la crise financière de 2007-2008, la politique budgétaire doit exceptionnellement être actionnée activement. D'une certaine manière, on a une illustration du proverbe attribué à Lucas en 2008 : « nous sommes tous keynésiens... au fond du terrier »⁵. Une fois la crise derrière nous, nous pourrions alors sortir du terrier et retourner au *business as usual*, sans oublier au préalable de reboucher le terrier en veillant à ce que les préceptes keynésiens qui nous avaient aidés à passer ces temps difficiles y soient enterrés.
- 14 Certes, il y a bien une évolution des préconisations ; mais comme le souligne Fazzari (2020), l'analyse reste établie sur des concepts théoriques comme le taux d'intérêt naturel, elle est tout à la fois influencée par les théories de la monnaie exogène, le multiplicateur de base monétaire ou celle des fonds prêtables (Fiebiger & Lavoie, 2020) et elle est guidée par la croyance que l'économie est uniquement déterminée par les conditions de l'offre. Ces hypothèses nous semblent démenties par les faits et particulièrement inadaptées au contexte actuel.

2. L'indispensable réhabilitation de la politique budgétaire

- 15 Nous proposons l'adoption d'un autre référentiel pour mener la politique économique dans lequel il est impératif d'inclure la soutenabilité écologique à la liste des objectifs à atteindre. Traditionnellement, on retient que la politique économique doit permettre d'être au plein-emploi, qu'il n'y ait pas de déséquilibres externes structurels et que le rythme inflationniste soit faible. L'ajout de la soutenabilité écologique doit se faire en discutant de la hiérarchisation des objectifs à atteindre (par exemple, le plein-emploi doit être un objectif prioritaire sur la stabilité des prix). Des moyens complémentaires à la politique budgétaire et à la politique monétaire, comme la réduction du temps de travail, doivent être mobilisés. Au bout du compte, ce nouveau cadre doit installer la politique budgétaire comme outil principal pour mener à bien la transition écologique et assurer le plein-emploi, tout en considérant la politique et les autorités monétaires comme dépendantes de l'autorité politique. Par rapport à la situation actuelle, il s'agirait ni plus ni moins que d'inverser l'ordre des choses⁶. Une révolution dans la conduite de la politique économique, c'est le minimum nécessaire pour affronter les enjeux de notre temps.

2.1. Une situation inédite : un choc d'offre et de demande

- 16 Le déclenchement de la crise économique provoquée par la covid-19 au début de l'année 2020 n'est comparable ni à celui de la crise de 1929 ni à celui de 2008 ; ses effets non plus. La crise de 2020 se caractérise immédiatement par un très violent choc d'offre négatif (la production est en partie bloquée par les mesures de confinement ou les ruptures observées dans les chaînes de production globalisées) alors que la survenue consécutive, et d'ores et déjà amorcée, d'un choc de demande lui aussi négatif, est inévitable. Les commandes adressées aux entreprises se réduisent du fait de la baisse des revenus et de la contraction des exportations ; les anticipations de revenus futurs sont elles aussi revues déclenchant une diminution de l'investissement. Du fait de l'incertitude radicale provoquée par la situation actuelle, on ne peut pas non plus rejeter l'hypothèse selon laquelle l'épargne de précaution au niveau global tend à s'accroître, diminuant là encore la demande effective. En raison du mécanisme du multiplicateur, dont les valeurs s'accroissent en récession (Charles, Dallery & Marie, 2015), les effets immédiats sont donc terribles. Et ils seront durables : le Fonds monétaire international (FMI) prévoit en juin 2020 que la récession se traduira par une contraction du produit intérieur brut (PIB) mondial de 4,9 % en 2020.
- 17 La politique budgétaire, du moins à court terme, ne peut pas prétendre répondre au choc d'offre. Néanmoins, en modifiant les conditions de la demande, la politique budgétaire peut, à terme, influencer les conditions de l'offre. Ainsi, en soutenant la demande effective et en générant de nouveaux investissements publics, la politique budgétaire encourage l'investissement privé et joue, à moyenne échéance, sur les conditions de l'offre. Rappeler ces raisonnements keynésiens traditionnels permet de soutenir l'argumentation en faveur d'une politique budgétaire plus active à court terme comme à long terme ; les expliciter constitue l'enjeu des sections suivantes.

2.2. Un nécessaire soutien budgétaire à l'activité à court terme

- 18 À court terme, il est nécessaire de soutenir l'activité économique ; de manière pragmatique l'idée selon laquelle la demande joue un rôle décisif semble acceptée. La Commission européenne a par exemple annoncé dès le 20 mars que les règles du pacte budgétaire européen étaient suspendues ; le FMI, par l'intermédiaire de sa directrice K. Georgieva, a défendu l'idée d'un plan de relance global et coordonné (Georgieva, 2020b). Les actions budgétaires de court terme peuvent s'appuyer sur la situation monétaire héritée de la période précédente : les taux d'intérêt dans les économies les plus avancées sont toujours très bas, les politiques monétaires non conventionnelles se sont poursuivies ou ont même été étendues depuis le début de l'année 2020, permettant aux émissions de titres de dette publique de continuer à se faire à des taux faibles. Ces actions n'engendrent, au moment où nous écrivons, aucune crainte quant à la soutenabilité des dettes publiques⁷ malgré les nettes augmentations des ratios de dettes publiques sur PIB (pour la France par exemple, le niveau de dette publique au sens de Maastricht sur le PIB était d'environ 100 % du PIB à la fin de 2019 et devrait atteindre 120 % à la fin de 2020, sous les effets conjugués de la hausse du déficit public et du ralentissement de l'activité économique). C'est dans ce contexte que les autorités annoncent des plans de relance.

- 19 En juillet 2020, le conseil de l'Union Européenne promet un plan d'un montant de 750 milliards d'euros de soutien à l'économie pour la période 2021-2023 sur forme de subventions (390 milliards) ou de prêts contractés au nom de la Commission Européenne mis à disposition des États (360 milliards). L'intérêt des prêts mutualisés est faible dans une période où les taux d'intérêt sont déjà bas. Et si les montants des subventions pourraient générer pour certains pays des transferts qui sont loin d'être négligeables, ils mettraient plusieurs années à être réalisés (Creel, 2020). Du reste, les subventions ne représentent que 0,7 % du PIB européen. De plus, à l'heure où nous écrivons, le parlement européen n'a pas encore validé le plan, menaçant son déploiement.
- 20 À la fin de l'été le gouvernement français a annoncé un « plan de relance » évalué à 100 milliards d'euros pour 2021 et 2022. Ce montant doit être mis en perspective et relativisé : seuls 22 milliards de dépenses supplémentaires pour 2021 qui n'étaient pas annoncées avant la crise figurent dans le projet de loi de finances 2021 (Coutinet *et al.*, 2020)⁸. Ce montant représente moins de 1 % du PIB français.
- 21 *In fine*, ces mesures apparaissent bien insuffisantes pour limiter la récession attendue en 2020 (de l'ordre de 8,7 % du PIB pour l'UE et de 9 % du PIB pour la France selon les estimations). L'effort budgétaire immédiat doit donc être beaucoup plus massif et orienté sur le soutien à la demande, en particulier par le soutien aux revenus les plus faibles. On note aussi que les mesures actuellement en discussion n'engagent aucunement le long terme.

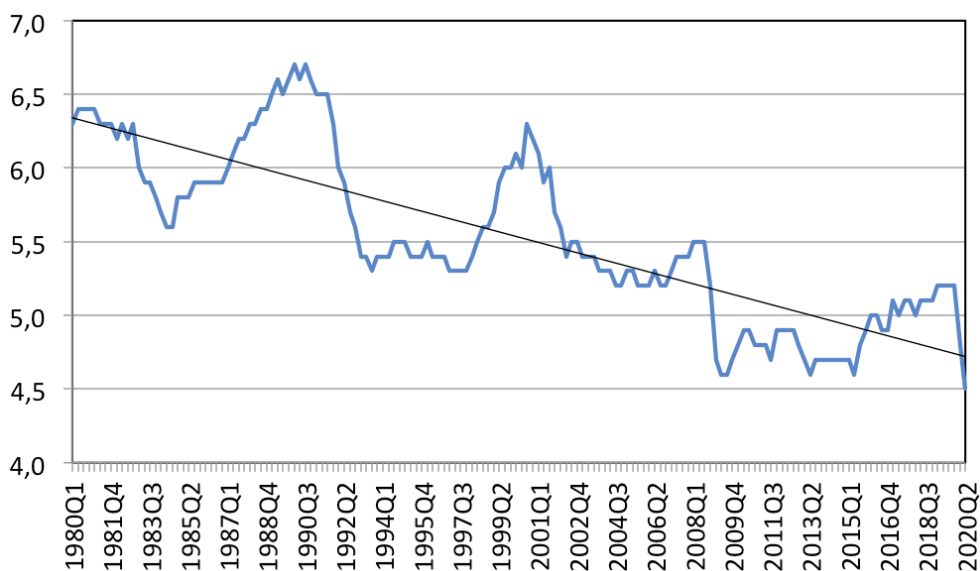
2.3. Développer l'investissement public sur le long terme

- 22 Évidemment, il serait irresponsable que les réflexes austéritaires identiques à ceux observés dès 2010 après une brève parenthèse « keynésienne » soient réactivés dans un futur proche. À rebours de la prééminence de la politique monétaire (*monetary dominance*) chère aux économistes *mainstream*, le moment est venu de proposer l'application d'une prééminence de la politique budgétaire (*fiscal dominance*) : la politique monétaire et les banques centrales doivent se mettre au service de la satisfaction des objectifs fondamentaux de plein-emploi et de transition écologique. Concrètement, cela signifie que les banques centrales doivent lever les contraintes sur le financement de la politique budgétaire pour permettre à cette dernière d'atteindre tout son potentiel dans sa recherche de la construction d'un futur économique désirable.
- 23 La crise sanitaire a rappelé l'impérieuse nécessité de soutenir et développer les services publics, notamment dans le domaine médical. Les dépenses publiques récurrentes supplémentaires ainsi générées devront être financées par des modalités d'imposition plus progressives. Il est tout aussi nécessaire d'articuler les investissements publics avec l'indispensable évolution des tissus productifs ; il s'agit tout à la fois de réduire la pression environnementale provoquée par les activités économiques et d'atténuer la dépendance aux importations afin de réduire les canaux de transmission des crises globales (tout en augmentant la taille du multiplicateur keynésien). Ceci est d'autant plus important que Charles, Dallery et Marie (2020) ont montré que l'élasticité-revenu des importations a très fortement augmenté en France sur la période 1961-2017 (+58 %). Les investissements publics dans les transports collectifs, dans les productions d'énergie renouvelable ou dans l'amélioration du bâti (par exemple par une meilleure

isolation) sont des mesures structurelles à favoriser. La transformation de l'agriculture (responsable à elle seule d'un quart des émissions de gaz à effet de serre à l'échelle globale, 19 % pour la France) doit être planifiée. De manière générale les investissements doivent être massifs, plus importants que les plans conjoncturels annoncés. Par exemple, selon Pollin (2019), afin de réduire les émissions de CO₂ de 40 % au cours des vingt prochaines années, des investissements supplémentaires de l'ordre de 2 % du PIB mondial par an dans la production d'énergie renouvelable et dans les programmes permettant de diminuer la consommation d'énergie sont nécessaires. L'investissement public est clairement indispensable. En plus de réduire les facteurs de risques encourus par toute la population (comme les risques liés au changement climatique), de favoriser l'adaptation de nos modes de productions et de consommation, ces investissements permettront de fournir des actifs publics supplémentaires aux populations actuelles ainsi qu'aux générations futures. En outre, les investissements publics permettent de soutenir ou de développer la productivité du secteur privé. Ces principes s'articulent avec les principes keynésiens de la finance fonctionnelle de Lerner (1943) et sont orthogonaux avec les principes répondant à la logique de la finance saine retenus au sein du nouveau consensus. Dans cette optique, soutenir l'investissement productif via la politique budgétaire est essentiel.

- 24 En France particulièrement, les derniers gouvernements indiquaient aussi vouloir soutenir l'investissement privé, mais ce soutien se matérialise par des mesures fiscales comme la suppression de l'Impôt de solidarité sur la fortune (ISF) et la diminution de la fiscalité des dividendes liée à l'adoption de la *flat tax* en 2018, ou par le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) à partir de 2013. Ces mesures n'ont pas produit d'effet probant sur l'investissement, comme le remarque le Comité d'évaluation des réformes de la fiscalité du capital piloté par France Stratégie : « aucune étude empirique n'a pu, jusqu'à présent, mettre en évidence d'effets marqués à court-moyen terme sur l'investissement des entreprises, ni de la taxation du patrimoine des ménages, ni de la taxation des dividendes » (2020, p. 13). Ainsi, les baisses d'imposition ne sont pas la bonne manière de stimuler l'investissement privé.
- 25 Depuis les années 1980, c'est-à-dire pendant le régime de *monetary dominance*, l'investissement public comme l'investissement privé se sont amenuisés en France, comme le révèlent les graphiques suivants. Ils permettent de comprendre que les problèmes d'offre liés à la faiblesse de l'investissement sont, en réalité, structurels. Répondre à cette caractéristique structurelle impose bien une révision de notre politique économique sur le long terme. Transformer nos modes de production pour les rendre moins polluants et moins dépendants des importations nécessite des investissements importants, publics comme privés, les premiers entraînant les seconds, en vertu des principes de l'accélérateur d'investissement et de la loi de Kalecki (Cordonnier, 2006).

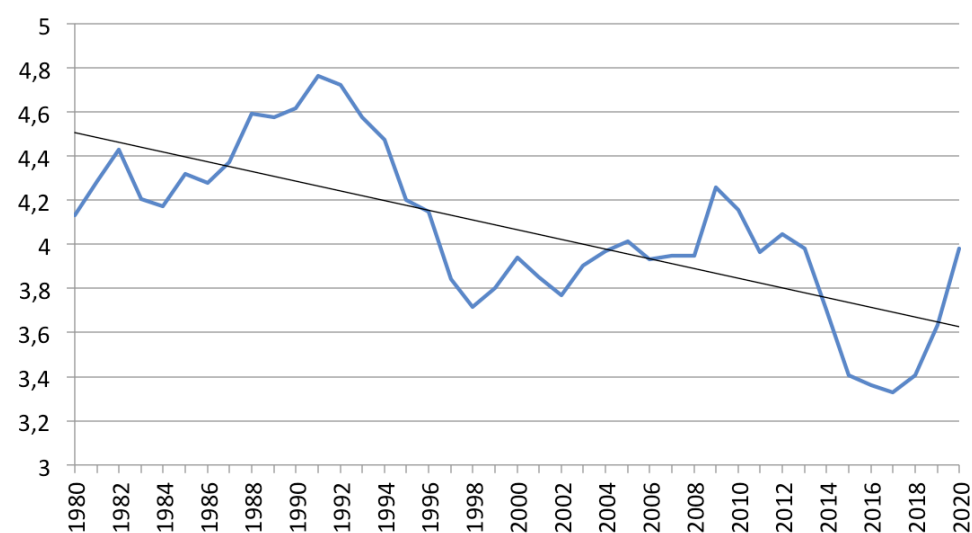
Graphique 1. Formation brute de capital fixe (FBCF) dans l'industrie française en pourcentage du PIB, 1980-2020, et droite de tendance



Machines, équipements et systèmes d'armes en pourcentage du PIB. Données trimestrielles désaisonnalisées et corrigées des effets de calendrier.

Source : base de données Eurostat, Commission européenne, extraction du 16 octobre 2020

Graphique 2. Investissement public, en pourcentage du PIB, 1980-2020, et droite de tendance



Série UIGG0 : Gross fixed capital formation : general government. Données annuelles.

Source : base de données Ameco, Commission européenne, extraction du 16 octobre 2020

2.4. La réduction du temps de travail

- 26 La politique macroéconomique doit être revue car la crise actuelle présente un enchevêtrement de dimensions : tout à la fois crise sanitaire, économique et écologique. Concilier les dimensions économiques et écologiques impose aussi d'organiser une véritable réduction du temps de travail. Cette mesure vise à permettre

la restauration du plein-emploi tout en accompagnant la non moins nécessaire transition écologique. Comme l'indiquent Pullinger (2014) ou King et van den Bergh (2017), d'une part, la diminution du temps de travail facilite la réduction de la consommation énergétique (dans les transports ou dans les locaux professionnels notamment) et accompagne l'évolution des pratiques de consommation (par exemple dans l'alimentation : le temps gagné sur la vie professionnelle permettant de réduire l'impact écologique de sa consommation quotidienne). D'autre part, la réduction du temps de travail soutient l'emploi, comme l'expérience du passage aux 35 heures hebdomadaires en France l'avait révélé (Husson, 2013). Ici, on ne pense pas la réduction du temps de travail comme un moyen de profiter de gains de productivité, mais comme un instrument clé dans la lutte contre le chômage. Dès lors, le point bas du cycle n'est pas nécessairement un mauvais moment pour baisser le temps de travail. En réduisant la durée du travail de tous les salariés, on provoque la création de nouveaux emplois à production et productivité constantes. Bien entendu, dans un tel schéma, les salariés déjà en place sont potentiellement pénalisés, leur salaire total étant réduit. Toutefois, la puissance publique pourrait tout à fait prendre à sa charge, au moins en partie, le surcoût, pour permettre aux salariés de conserver leur pouvoir d'achat, sans pour autant pénaliser les coûts des entreprises. À titre d'illustration, cette prise en charge en France pourrait provenir d'une suppression du CICE dont le coût est estimé à 47 milliards d'euros sur la période 2013-2015 pour un nombre d'emplois créés faible, oscillant selon les estimations entre 10 000 et 205 000 pour trois ans selon le comité de suivi du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (2017, p. 24).

- 27 Une politique de réduction du temps de travail est toutefois facilitée si on observe dans le même temps une progression de la productivité du travail. En cas de progression de l'investissement, rendu nécessaire pour permettre la transition écologique, des gains de productivité pourraient être observés en vertu de l'effet Kaldor-Verdoorn (Boyer & Petit, 1981). Mais l'obtention de ces gains de productivité n'est pas une condition nécessaire à la mise en place de la baisse du temps de travail si elle est pensée comme un outil de lutte contre le chômage. D'ailleurs, la baisse du temps de travail peut aussi être l'occasion de revoir la répartition du revenu national entre salaire et profit, à l'avantage des travailleurs. C'est bien ce type de mesure qu'il est nécessaire de mettre en place : une baisse du temps de travail avec une augmentation des rémunérations des travailleurs, en particulier des travailleurs les moins rémunérés. L'objectif prioritaire n'est pas d'obtenir de la croissance, mais d'obtenir un niveau de demande effective suffisant pour que les indispensables investissements verts puissent être mis en place dans l'ensemble de l'économie et pour que le plein-emploi soit atteint. C'est certainement la définition du keynésianisme du XXI^e siècle.

2.5. Faut-il prendre l'hélicoptère monétaire ?

- 28 Plutôt que de remettre en cause l'ensemble de l'architecture intellectuelle et institutionnelle dans laquelle nous sommes enserrés, certaines mesures iconoclastes sont proposées. Ainsi, la banque centrale pourrait actionner l'hélicoptère monétaire. Cette modalité peut être interprétée comme une façon de doter la banque centrale d'une capacité d'action directe sur la demande globale. Actionné par la banque centrale, l'hélicoptère monétaire permet de créditer les comptes courants ou de distribuer des billets aux agents non financiers. Les promoteurs de cette mesure mettent en avant le fait qu'elle ne déclenche pas d'augmentation de la dette publique

car la création monétaire consécutive à l'activation de l'hélicoptère est enregistrée comme une émission de billets ou comme une augmentation des réserves des banques commerciales auprès de la banque centrale qui a comme contrepartie comptable une baisse des fonds propres de la banque centrale. Ils avancent aussi qu'actionner l'hélicoptère permet de déclencher des effets positifs immédiats sur la demande par l'augmentation de la consommation qui en découle.

- 29 De notre point de vue, l'hélicoptère monétaire ne saurait se substituer à une véritable réhabilitation de la politique budgétaire et ne devrait pas être une option retenue. Il nous semble tout à fait admissible que la banque centrale acquière des titres publics sur le marché primaire de la dette publique (ce qui n'est pas le cas aujourd'hui dans la zone euro) ; cette mesure de monétisation permet de renforcer la capacité de maîtriser l'évolution des taux d'intérêt de la dette publique, en articulation avec le maniement des taux d'intérêt directeurs. Dès lors, dans ce contexte, il est possible d'activer à tout moment des mesures de soutien à l'activité par la dépense publique. Si on compare ces deux modalités d'action, que peut-on remarquer ? Concernant les effets sur la demande, pour une même somme injectée dans l'économie, une partie des sommes versées par l'hélicoptère monétaire sera épargnée ou mobilisée pour financer des importations alors que l'effet d'entraînement sera plus important si cette même somme est mobilisée par la dépense publique réalisée sous forme de commande publique adressée à des entreprises domestiques. Surtout, la dépense publique permet plus facilement de discriminer, selon des critères qui peuvent être écologiques ou sociaux, quels seront les bénéficiaires des mesures adoptées.

Conclusion

- 30 La crise de 2008 n'a pas été suivie par une remise en cause des fondements théoriques du nouveau consensus en macroéconomie et n'a pas permis de déclencher une véritable réarticulation des politiques macroéconomiques menées. La situation actuelle fournit une nouvelle occasion de provoquer ces changements dans le régime des idées comme dans les objectifs et modalités d'action de la politique économique. Il nous semble indispensable de reconnaître que l'économie est tirée par la demande et de pleinement réhabiliter le rôle de la politique budgétaire, que ce soit dans sa dimension conjoncturelle bien sûr, mais aussi dans sa dimension structurelle. La politique budgétaire doit être la modalité d'action privilégiée de la politique économique comme le suggère la théorie post-keynésienne.
- 31 La politique macroéconomique doit avoir comme objectifs de limiter les facteurs d'instabilité et de transmission des chocs globaux, d'assurer le plein-emploi et de permettre la transition écologique. Face à ces objectifs multiples et potentiellement contradictoires, il faut admettre que la politique budgétaire, seule, ne peut pas tout. Elle doit être articulée à la politique monétaire mais aussi à la baisse du temps de travail.
- 32 Le contexte actuel devrait être particulièrement favorable pour que les pistes de réformes tracées ici puissent être empruntées. À première vue, on pourrait penser que des dogmes sont en train de tomber. Comme en 2008, le soutien budgétaire à l'économie est actuellement consensuel. La crise sanitaire a, par la force des choses, souligné l'importance des services publics. Et du point de vue de la conduite de la politique monétaire, on peut relever par exemple que la Banque d'Angleterre a

annoncé dès le mois d'avril 2020 qu'elle garantissait au gouvernement l'accès à la liquidité pour éviter que le Trésor soit soumis à une brutale hausse des taux d'intérêt sur ses titres de dette émis sur les marchés financiers. L'ensemble des banques centrales maintient jusqu'à présent des taux d'intérêt à des niveaux faibles. Sur le plan budgétaire, il n'y a pour le moment aucun appel à la consolidation budgétaire.

- 33 Mais quelles seront les modalités adoptées sur un horizon d'un peu plus long terme ? Un régime de domination budgétaire pourra-t-il véritablement s'établir en lieu et place du régime de domination monétaire ? Un régime de domination budgétaire est incompatible avec les enseignements de la macroéconomie standard. D'un point de vue interne, les critiques de Romer (2016) concernant le manque de réalisme des travaux en macroéconomie, en particulier dans les hypothèses retenues dans les modèles d'équilibre général dynamique stochastique (DSGE), apparaissent comme étant toujours d'actualité. D'ailleurs et à titre d'exemple, on peut remarquer que dans une contribution d'avril 2020, Blanchard et Pisani-Ferry (2020) soutiennent que les banques centrales ont aujourd'hui parfaitement raison d'entretenir la faiblesse des taux d'intérêt pour faciliter l'émission de titres de dette publique à faibles taux d'intérêt. Néanmoins, les auteurs se montrent plus soucieux pour un avenir un peu plus lointain... Leurs inquiétudes concernent le risque inflationniste et le possible effet d'éviction provoqué par les déficits publics sur l'investissement privé. Les réflexes ont la vie dure ! Notre raisonnement macroéconomique est incompatible avec cette approche ; à l'opposé de l'effet d'éviction nous estimons qu'il y a un effet d'entraînement de l'investissement public sur l'investissement privé, nourri par les dynamiques de l'accélérateur d'investissement et du multiplicateur.
- 34 Penser un nouvel arrangement institutionnel permettant d'assurer à long terme le financement à moindre coût des dépenses budgétaires impose de sortir du carcan intellectuel dans lequel nous sommes. Dans un régime de domination budgétaire, la soutenabilité de la dette publique doit être sous-tendue par des mécanismes institutionnels que certains pourraient qualifier comme étant des mesures de « répression financière ». La banque centrale doit pouvoir appuyer le Trésor et sa capacité d'action, en permettant au gouvernement de faire rouler sa dette à moindre coût. Dans ces conditions les augmentations du niveau d'endettement public provoquées par une récession ou par les dépenses d'investissement ne représentent aucun danger et doivent donc être effectuées si elles sont justifiées par les besoins de la population.

BIBLIOGRAPHIE

Barro R. (1974), « Are Government bonds net wealth? », *Journal of Political Economy*, vol. 82, n° 6, p. 1095-1117.

Bibow J. (2018), « How Germany's anti-Keynesianism has brought Europe to its knees », *International Review of Applied Economics*, vol. 32, n° 5, p. 569-588.

- Blanchard O. & J. Pisani-Ferry (2020), « Monetisation: Do not panic », *VoxEU.org*. URL : <https://voxeu.org/article/monetisation-do-not-panic> [consulté le 14/12/2020]
- Boyer R. & P. Petit (1981), « Progrès technique, croissance et emploi : un modèle d'inspiration kaldorienne pour six industries européennes », *Revue économique*, vol. 32, n° 6, p. 1113-1153.
- Charles S., Dallery T. & J. Marie (2015), « Why the Keynesian multiplier increases during hard times: a theoretical explanation based on rentiers' saving behaviour », *Metroeconomica*, vol. 66, n° 3, p. 451-473.
- Charles S., Dallery T. & J. Marie (2018), « Why are Keynesian multipliers larger in hard times? A Palley-Aftalion-Pasinetti explanation », *Review of Radical Political Economics*, vol. 50, n° 4, p. 736-756.
- Charles S., Dallery T. & J. Marie (2020), « The slowing of growth in France: an interpretation based on Thirlwall's law », *Journal of Post Keynesian Economics*. URL : <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/01603477.2020.1794903> [consulté le 14/12/2020]
- Comité d'évaluation des réformes de la fiscalité du capital (2020), Avis du comité, France Stratégie, p. 13. URL : <https://www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/atoms/files/fs-2020-avis-comite-isf-octobre.pdf> [consulté le 14/12/2020]
- Comité de suivi du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (2017), Rapport 2017, France Stratégie, p. 24. URL : https://www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/atoms/files/rapport_cice2017_03102017_0.pdf [consulté le 14/12/2020]
- Cordonnier L. (2006), « Le profit sans l'accumulation : la recette du capitalisme gouverné par la finance », *Innovations, Cahiers d'économie de l'innovation*, n° 23, p. 79-108.
- Coutinet N., Eydoux A., Henneguelle A., Ramaux C. & H. Sterdyniak (2020), « Budget 2021 : une occasion manquée de réorienter l'économie », *Les économistes atterrés*. URL : <https://www.atterres.org/sites/default/files/Note%20EA%20Budget%202021.pdf>
- Creel J. (2020), « Plan de relance européen : attention aux incohérences », *OFCE le blog*. URL : <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/plan-de-relance-europeen-attention-aux-incoherences/> [consulté le 14/12/2020]
- Fazzari S. (2020), « Was Keynesian economics ever dead? If so, has it been resurrected? », *Review of Keynesian Economics*, vol. 8, n° 1, p. 46-60.
- Fiebigler B. & M. Lavoie (2020), « Helicopter Ben, monetarism, the New Keynesian credit view and loanable funds », *Journal of Economic Issues*, vol. 54, n° 1, p. 77-96.
- Friedman M. (1968), « The role of monetary policy », *American Economic Review*, vol. 58, n° 1, p. 1-17.
- Georgieva K. (2020a), « Policy action for a healthy global economy », *IMFblog*. URL : <https://blogs.imf.org/2020/03/16/policy-action-for-a-healthy-global-economy/> [consulté le 14/12/2020]
- Georgieva K. (2020b), « The global economic reset: promoting a more inclusive recovery », *IMFblog*. URL : <https://blogs.imf.org/2020/06/11/the-global-economic-reset-promoting-a-more-inclusive-recovery/> [consulté le 14/12/2020]
- Harribey J.-M., Jeffers Sasson E., Marie J., Plihon D. & J.-F. Ponsot (2018), *La monnaie : un enjeu politique*, Paris, Éditions Points
- Husson M. (2013), « Unemployment, working time and financialisation: the French case », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39, n° 3, p. 887-905.

- Keynes J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Londres, Macmillan.
- King L. & J. van den Bergh (2017), « Worktime reduction as a solution to climate change: five scenarios compared for the UK », *Ecological Economics*, vol. 132, p. 124-134.
- Lerner A. (1943), « Functional finance and the federal debt », *Social Research*, vol. 10, p. 38-51.
- Pollin R. (2019), « Advancing a viable global climate stabilization project: degrowth versus the Green New Deal », *Review of Radical Political Economics*, vol. 51, n° 2, p. 311-319.
- Pressman S. (2019), « How low can we go? The limits of monetary policy », *Review of Keynesian Economics*, vol. 7, n° 2, p. 137-150.
- Pullinger M. (2014), « Working time reduction policy in a sustainable economy: criteria and options for its design », *Ecological Economics*, vol. 103, p. 11-19.
- Romer P. (2016), « The trouble with macroeconomics », Commons Memorial Lecture of the Omicron Delta Epsilon Society, 5 janvier. URL : https://law.yale.edu/sites/default/files/area/workshop/leo/leo16_romer.pdf
- Rowthorn R. (2020), « The Godley-Tobin lecture », *Review of Keynesian Economics*, vol. 8, n° 1, p. 1-20.
- Saraceno F. (2017), « La fin du consensus ? La crise économique et la crise de la macroéconomie », *Revue de l'OFCE*, n° 153, p. 365-380.
- Seccareccia M. & N. Khan (2019), « The illusion of inflation targeting: have central banks figured out what they are actually doing since the global financial crisis? An alternative to the mainstream perspective », *International Journal of Political Economy*, vol. 48, p. 364-380.

NOTES

1. John B. Taylor est un macroéconomiste américain célèbre pour avoir proposé au début des années 1990 une interprétation de la façon dont les banques centrales déterminent le niveau des taux d'intérêt directeurs en fonction de l'écart de production et du taux d'inflation. Taylor mobilise clairement le cadre théorique du nouveau consensus. Pour illustrer l'éloignement idéologique de celui-ci des préconisations keynésiennes, on pourrait remarquer qu'il fut président de la société du Mont-Pèlerin de 2018 à 2020. Les objectifs de cette société n'ont pas varié depuis 1947 ; il s'agit notamment de combattre les idées keynésiennes parce qu'elles peuvent apparaître contradictoires aux principes libéraux. Dès sa création, figurent parmi les membres de cette société des économistes appartenant au courant de pensée libertarien, à l'école de Chicago ou encore à l'ordolibéralisme allemand et autrichien. Voir : <https://www.montpelerin.org> [consulté le 14/12/2020]
2. Le QE souffre par ailleurs d'effets pervers concernant la stabilité financière. Assurées de trouver des liquidités à bon compte, les banques commerciales s'en donnent à cœur joie et la spéculation financière se nourrit des liquidités déversées par les banques centrales.
3. On peut proposer une autre raison expliquant l'efficacité toute relative des politiques monétaires expansionnistes : l'asymétrie dans l'efficacité de la politique monétaire. Si une politique monétaire restrictive est très efficace à casser l'inflation et la croissance, une politique accommodante est beaucoup moins entraînante. On peut mettre en évidence cette asymétrie par la métaphore de la pelote de laine : il est beaucoup plus facile de dérouler une pelote en tirant sur un fil (efficacité supérieure de la politique monétaire restrictive) que de la rembobiner en poussant sur un fil (moindre efficacité de la politique expansionniste).

4. Au cœur de la crise, alors gouverneur de la BCE, Mario Draghi lui-même en avait appelé aux chefs d'État européens pour l'aider à sauver la zone euro en mettant en place des politiques budgétaires plus expansionnistes.
 5. Voir : <https://business.time.com/2008/10/28/bob-lucas-on-the-comeback-of-keynesianism/> (nous traduisons). [consulté le 14/12/2020]
 6. Comme l'avaient montré les tout premiers temps de l'expérience Syriza en Grèce, c'est bien l'autorité monétaire (BCE) qui a contraint le gouvernement et la politique budgétaire grecs.
 7. Nous n'évoquons ici que la situation des États qui ont la capacité de s'endetter en émettant des titres de dette publique libellés dans leur propre monnaie. Beaucoup de pays en développement ne sont pas dans cette situation et leurs marges de manœuvre budgétaire et donc en terme de politique économique sont réduites et appellent des réformes structurelles du système monétaire international.
 8. Preuve que la logique de l'offre n'a pas quitté les esprits, on relèvera que pour la France, le plan de relance consacre explicitement 34 milliards à la compétitivité et qu'il déclenche une baisse de 20 milliards des impôts de production (10 milliards par an).
-

RÉSUMÉS

La pandémie mondiale provoque une crise économique sans précédent aux conséquences sociales dévastatrices, tout en remettant en perspective la crise écologique. L'imbrication de ces crises impose que l'articulation des politiques macroéconomiques soit revue ; la politique budgétaire doit devenir l'outil privilégié de la politique économique comme le recommandent les post-keynésiens au contraire des tenants du nouveau consensus en macroéconomie. La politique monétaire doit appuyer la politique budgétaire, pendant que des mesures comme la baisse du temps de travail doivent être adoptées. Cette réarticulation de la politique économique est nécessaire afin de limiter les conséquences économiques négatives de la crise de la covid-19, mais aussi à plus long terme pour permettre le plein-emploi, enclencher véritablement la transition écologique et réduire la vulnérabilité des économies aux chocs globaux.

The worldwide pandemic has induced an unprecedented economic crisis. The social consequences are catastrophic, putting the environmental crisis into perspective. The interweaving of these crises requires us to revise the way we conduct macroeconomic policies. As suggested by post-Keynesians, and contrary to recommendations made by economists from the new consensus, fiscal policy has to be the main tool for macroeconomic policy. Monetary policy has to support fiscal policy, while reductions in working hours have to be put in place. Such a reorganization of the economic policy is necessary to limit the negative economic consequences of the Covid-19 crisis, but also to move towards full employment, to trigger ecological transition and to reduce the vulnerability of our economies to global shocks.

INDEX

Mots-clés : politique économique, nouveau consensus, post-keynésianisme

Keywords : economic policy, new consensus, post-keynesianism

Code JEL E0 - General, E5 - Monetary Policy; Central Banking; and the Supply of Money and Credit, E6 - Macroeconomic Policy Formation; MAcroeconomic Aspects of Public Finance; Macroeconomic Policy; and General Outlook

AUTEURS

SÉBASTIEN CHARLES

Maître de Conférences, LED, Université Paris 8, 2, rue de la liberté, 93526 Saint-Denis,
sebcharles92@yahoo.fr

THOMAS DALLERY

Maître de Conférences, Clersé, Université du Littoral Côte d'Opale, 21, rue Saint-Louis,
62200 Boulogne sur mer, thomas.dallery@univ-littoral.fr

JONATHAN MARIE

Maître de Conférences, CEPN, Université Sorbonne Paris Nord, 99, avenue J.-B. Clément,
93430 Villetaneuse, jonathan.marie@univ-paris13.fr