

**Faut-il abandonner complètement l'austérité,  
le conservatisme dans le choix des politiques économiques ?  
(Patrick Artus)**

De plus en plus de propositions circulent, dans les milieux d'économistes, pour proposer la mise en place de politiques économiques très expansionnistes, qui pourraient lutter contre le ralentissement de la croissance, qui pourraient assurer en permanence le plein emploi. On va le voir, les propositions conduisent à ne plus tenir compte des « principes conservateurs » habituels pour les politiques économiques qui bannissent la hausse des taux d'endettement publics, ou l'utilisation d'une expansion monétaire continue. Les « principes conservateurs » sont-ils erronés ou bien les nouvelles propositions de politique économique sont-elles dangereuses, irresponsables ?

O. Blanchard, tout d'abord, met en avant l'idée suivante : les taux d'intérêt doivent rester durablement faibles (la faiblesse des taux d'intérêt est due à des causes structurelles durables, l'excès d'épargne, la forte demande pour les dettes sans risque), il n'y a pas d'obstacle à la mise en place d'une politique budgétaire chroniquement expansionniste, faisant monter le taux d'endettement public. Ceci permettrait de réagir au ralentissement de la croissance, ou de financer des investissements publics supplémentaires utiles.

Aux Etats-Unis, une proposition encore plus ambitieuse circule : la théorie monétaire moderne (Modern Monetary Theory, MMT), développée par des économistes démocrates de gauche comme Stéphanie Kelton. L'idée est qu'on peut maintenir en permanence le plein emploi en utilisant une politique budgétaire suffisamment expansionniste, et en finançant par la création monétaire les déficits publics ainsi mis en place de manière à éviter la hausse des taux d'intérêt.

Faut-il donc abandonner les principes conservateurs (accepter une hausse continue du taux d'endettement public et de la quantité de monnaie) ? Peut-il y avoir « repas gratuit » (free lunch), avec le maintien en permanence du plein emploi sans qu'il y ait de coût associé ?

La réalité risque d'être plus complexe. Commençons par la proposition d'O. Blanchard : la faiblesse des taux d'intérêt permet d'avoir un taux d'endettement public élevé. Tout dépend de la cause des taux d'intérêt bas. S'ils sont bas pour des raisons structurelles durables (par exemple un excès durable d'épargne sur l'investissement), alors effectivement un taux d'endettement public élevé est admissible. Mais des travaux récents de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) semblent montrer qu'en réalité les taux d'intérêt bas viennent des politiques monétaires expansionnistes et pas de facteurs structurels. Ceci explique que si les Banques Centrales remontaient leurs taux d'intérêt par exemple en réaction au retour de l'inflation, il y aurait crise des dettes publiques, crise de solvabilité budgétaire, avec des taux d'endettement publics très élevés. Le retour de l'inflation, par exemple avec un changement dans l'organisation des marchés du travail, serait alors dramatique.

Regardons ensuite la Théorie Monétaire Moderne. Que se passe-t-il si le plein emploi est maintenu pour l'utilisation permanente d'un déficit public important financé par la création monétaire, donc avec une augmentation perpétuelle à la fois des taux d'endettement public et de la taille du bilan de la Banque Centrale ? Effectivement, la hausse des taux d'intérêt est évitée par la création monétaire, mais comment éviter l'inflation et l'instabilité financière (crise de change avec des sorties de capitaux, bulles sur les prix des actifs) ? On peut aussi ici regarder l'exemple du Japon, où, depuis la fin des 1990, il y a eu effectivement plein emploi avec un déficit public très important (le taux d'endettement public atteint 230% de PIB) et un financement monétaire du déficit (le bilan de la Banque Centrale atteint 100% du PIB). On n'a vu au Japon ni inflation ni crise de change, mais il faut rappeler à quel coût cela a été obtenu.

Il y a eu au Japon une déformation massive du partage des revenus au détriment des salariés, et la stagnation des salaires a évité l'inflation, mais au prix de l'appauvrissement des salariés ; il y a eu au Japon un très fort conservatisme des épargnants, qui investissent très peu en devises et acceptent de détenir des actifs financiers en yens malgré leur rémunération très faible, ce qui évite les sorties de capitaux mais appauvrit les épargnants. Le plein emploi par les politiques budgétaire et monétaire expansionnistes au Japon a eu des coûts massifs (faiblesse anormale des salaires, faiblesse anormale de la rémunération de l'épargne).

Finalement, il est loin d'être certain qu'on peut abandonner les « principes conservateurs » dans la définition des politiques économiques. Laisser croître fortement le taux d'endettement public parce que les taux d'intérêts sont bas aujourd'hui conduit à une crise grave en cas de remontée dans le futur de l'inflation et des taux d'intérêt. Monétiser une dette publique en hausse constante pour assurer à la fois le plein emploi et des taux d'intérêt bas nécessite probablement, pour éviter l'inflation, une forte déformation du partage des revenus au détriment des salariés qui comprime les salaires et compense l'effet inflationniste de l'expansion monétaire.

Il est difficile de croire au « free lunch » : qu'on peut obtenir le plein emploi par des politiques économiques très expansionnistes sans que ce choix génère un coût, peut-être caché aujourd'hui.