

# Carburant cher : un mal nécessaire ?

par [Céline Antonin](#)

Avec un litre de gazole à 1,33 € et un litre de super sans plomb à 1,50 € en moyenne sur les huit premiers mois de 2011, les niveaux de 2008 (respectivement 1,26 € et 1,35 €) sont allègrement dépassés. A qui la faute ? Que doit faire l'Etat ?

A qui la faute ? Parmi les principaux coupables, citons la crise au Moyen Orient et l'effondrement de la production libyenne qui ont pesé sur les cours mondiaux du pétrole, ou encore la dépréciation de l'euro par rapport au dollar. La mauvaise nouvelle, c'est que malgré la normalisation de la situation au Moyen Orient et la reprise progressive de la production libyenne à partir de 2012, l'accalmie devrait être de courte durée : en effet, selon les experts (voir, par exemple, ceux du [FMI](#)), les prix du pétrole sont structurellement orientés à la hausse ; les prix du carburant devraient donc rester durablement élevés.

Que doit faire l'Etat face à cette situation ? Dans une [Lettre](#) parue cet été, nous expliquions qu'une baisse généralisée des prix du carburant via une baisse des taxes était coûteuse économiquement et écologiquement et que la nécessité de concilier équité, efficacité et impératif écologique plaidait plutôt pour des mesures transitoires comme la mise en place de « chèques transport », spécifiquement ciblées vers les ménages périurbains et ruraux.

---

# Mettre fin à la crise, dès 2008

par [Jean-Paul Fitoussi](#)

Dans une interview accordée au quotidien [Libération](#) fin septembre 2008, Jean-Paul Fitoussi préconisait déjà de procéder à une nationalisation temporaire des banques, à l'instar de la Corée après les crises survenues en 1997-1998. Trois ans plus tard, l'intervention de l'Etat reste une nécessité.

---

## L'emprunt forcé : l'arme de destruction massive de la politique budgétaire

par [Jean-Paul Fitoussi](#), Gabriele Galateri di Genola et [Philippe Weil](#)

Il est grand temps, pour rappeler les marchés à la réalité, de ressortir l'emprunt forcé de l'arsenal budgétaire/ Time is ripe for governments to take out of their fiscal armoury the weapon that has served them so well in war and peace alike: forced borrowing



# Financial Times – 15 September 2011

<http://www.ft.com/cms/s/0/b6850d0c-dec1-11e0-a228-00144feabdc0.html>

## Forced borrowing: the WMD of fiscal policy

By [Jean-Paul Fitoussi](#), Gabriele Galateri di Genola and [Philippe Weil](#)

A spectre is haunting Europe – the spectre of [sovereign default](#). All the powers of old Europe have entered into a holy alliance to exorcise this spectre: Brussels and Frankfurt, Angela Merkel and Nicolas Sarkozy, French socialists and German Christian Democrats. Churchillian doctors, they prescribe blood, sweat and tears – fiscal consolidation, tax increases and spending cuts. They swear, for the umpteenth time, that they will never surrender: Greece will be saved, Italy and Spain will not be abandoned and the rating of France will not be downgraded. In the face of adversity, they assure us that what cannot be achieved by [austerity](#) can be achieved by more austerity. An epidemic of holier-than-thou fiscal virtue is spreading throughout Europe and is fast transforming a series of uncoordinated fiscal retrenchments into a euro-wide contraction with dire implications for growth and employment.

To be sure, eurozone policymakers are in a maddening situation. The threat to monetise public debt, which in the

old days could be waved by each country to remind investors it need not ever default outright, has been removed from national arsenals. No one knows for sure whether it will ever be brandished from Frankfurt or if European treaties even allow it. [Eurobonds](#) would have every economic merit but they hurt Germany which, having been left on its own to finance reunification, is understandably cold towards *die Transfer-Union*. Creating separate northern and southern euro areas would probably precipitate the end of the single market – and where would France fit? Wide-ranging fiscal reform designed to increase tax revenue equitably, while sorely needed, is a pipe dream: it requires elusive European co-ordination in an area in which the temptation to compete is strong and it is best done at its own pace – not under the pressure of fickle market sentiment or rising sovereign spreads.

Add to this powerlessness the terrifying failure of the old engine of European policymaking (putting the cart before the horse in the hope that the cart will conjure up the horse) and you will understand the ghoulish visions gripping our leaders. Monetary union has not begotten the expected fiscal union. Imposing, as a substitute, austerity plans from Brussels or Frankfurt, or racing to be first to impose “golden rule” constitutional strictures on parliaments that should remain sovereign in fiscal matters is stoking the fire of civil unrest. The English Civil War and American Revolution were ignited by much less. It would be wise to recall, as John Hampden did in contesting the Ship Money tax levied by Charles I, that what leaders have no right to demand, a citizen has a right to refuse.

Yet Europe’s fate is not sealed. The spectre of sovereign default and rising spreads in Italy, Spain, Belgium and other countries can be chased away in one fell swoop and the panic of contractionary fiscal policies can be stopped. National governments must simply take out of their fiscal armoury the weapon that has served them so well in war and peace alike:

forced borrowing.

It consists in coercing taxpayers to lend to their government. California did this in 2009 when it added a premium to the income tax withheld from paychecks, to be repaid the following year. In France, the first Mitterand government forced rich taxpayers to fund a two-year bond issue – and both the US and UK have used moral suasion in patriotic sales of war bonds. Compulsory lending is an unconventional weapon but it is high time it be used, even on a small scale, to remind investors that sovereigns are not private borrowers: they need never default because they can always force-feed debt issues to their own residents.

Central banks have been bold and dared resort to unconventional policies to respond to the exceptional circumstances of this crisis. Large sovereign borrowers should be as defiant and intrepid. The invaluable asset of fiscal sovereignty guarantees that their public debt is completely risk-free in nominal terms. Investors who buy sovereign credit default swaps against the spectre of French or Italian default are wasting their money. Policymakers rushing to austerity should wake up from their nightmare and save growth and employment before it is too late.

*Jean-Paul Fitoussi is former president and Philippe Weil is president of OFCE, the Observatoire français des conjonctures économiques in Paris. Gabriele Galateri di Genola is president of Generali. The views expressed are their own.*

[Copyright](#) The Financial Times Limited 2011

---

# Forced borrowing: the WMD of fiscal policy

By [Jean-Paul Fitoussi](#), Gabriele Galateri di Genola and [Philippe Weil](#)

A spectre is haunting Europe – the spectre of [sovereign default](#). All the powers of old Europe have entered into a holy alliance to exorcise this spectre: Brussels and Frankfurt, Angela Merkel and Nicolas Sarkozy, French socialists and German Christian Democrats. Churchillian doctors, they prescribe blood, sweat and tears – fiscal consolidation, tax increases and spending cuts. They swear, for the umpteenth time, that they will never surrender: Greece will be saved, Italy and Spain will not be abandoned and the rating of France will not be downgraded. In the face of adversity, they assure us that what cannot be achieved by [austerity](#) can be achieved by more austerity. An epidemic of holier-than-thou fiscal virtue is spreading throughout Europe and is fast transforming a series of uncoordinated fiscal retrenchments into a euro-wide contraction with dire implications for growth and employment.

To be sure, eurozone policymakers are in a maddening situation. The threat to monetise public debt, which in the old days could be waved by each country to remind investors it need not ever default outright, has been removed from national arsenals. No one knows for sure whether it will ever be brandished from Frankfurt or if European treaties even allow it. [Eurobonds](#) would have every economic merit but they hurt Germany which, having been left on its own to finance reunification, is understandably cold towards *die Transfer-Union*. Creating separate northern and southern euro areas would probably precipitate the end of the single market – and where would France fit? Wide-ranging fiscal reform designed to increase tax revenue equitably, while sorely needed, is a pipe

dream: it requires elusive European co-ordination in an area in which the temptation to compete is strong and it is best done at its own pace – not under the pressure of fickle market sentiment or rising sovereign spreads.

Add to this powerlessness the terrifying failure of the old engine of European policymaking (putting the cart before the horse in the hope that the cart will conjure up the horse) and you will understand the ghoulish visions gripping our leaders. Monetary union has not begotten the expected fiscal union. Imposing, as a substitute, austerity plans from Brussels or Frankfurt, or racing to be first to impose “golden rule” constitutional strictures on parliaments that should remain sovereign in fiscal matters is stoking the fire of civil unrest. The English Civil War and American Revolution were ignited by much less. It would be wise to recall, as John Hampden did in contesting the Ship Money tax levied by Charles I, that what leaders have no right to demand, a citizen has a right to refuse.

Yet Europe’s fate is not sealed. The spectre of sovereign default and rising spreads in Italy, Spain, Belgium and other countries can be chased away in one fell swoop and the panic of contractionary fiscal policies can be stopped. National governments must simply take out of their fiscal armoury the weapon that has served them so well in war and peace alike: forced borrowing.

It consists in coercing taxpayers to lend to their government. California did this in 2009 when it added a premium to the income tax withheld from paychecks, to be repaid the following year. In France, the first Mitterand government forced rich taxpayers to fund a two-year bond issue – and both the US and UK have used moral suasion in patriotic sales of war bonds. Compulsory lending is an unconventional weapon but it is high time it be used, even on a small scale, to remind investors that sovereigns are not private borrowers: they need never default because they can always force-feed debt issues to

their own residents.

Central banks have been bold and dared resort to unconventional policies to respond to the exceptional circumstances of this crisis. Large sovereign borrowers should be as defiant and intrepid. The invaluable asset of fiscal sovereignty guarantees that their public debt is completely risk-free in nominal terms. Investors who buy sovereign credit default swaps against the spectre of French or Italian default are wasting their money. Policymakers rushing to austerity should wake up from their nightmare and save growth and employment before it is too late.

*Jean-Paul Fitoussi is former president and Philippe Weil is president of OFCE, the Observatoire français des conjonctures économiques in Paris. Gabriele Galateri di Genola is president of Generali. The views expressed are their own.*

[Copyright](#) The Financial Times Limited 2011

---

# What impact will fiscal policy have on French growth?

By [Eric Heyer](#)

The proper framework for analyzing the French economy is a large economy that is not very open, and not a small open economy: the country's economic situation has deteriorated sharply and is still far from its equilibrium position (mass unemployment, the existence of excess capacity), and its European neighbours are adopting identical approaches to



fiscal policy. Under these conditions, everything indicates that the fiscal multipliers are high. The theoretical debate about the value of the multiplier and the role of agents' expectations must therefore give way to the empirical evidence: the multipliers are positive and greater than one.

Following a deep recession, the most suitable method for making a forecast of short-term activity (2 years) is to evaluate the spontaneous return of the economy (speed and magnitude) to its equilibrium or potential level, but also and above all to quantify the impact of exogenous shocks (commodity prices, economic policy, etc.) on its spontaneous trajectory.

In our [last forecast](#), we reported that the French economy has a significant rebound potential: corresponding to spontaneous growth of nearly 4% per year in 2011 and 2012, this would allow the economy, four years after the start of the crisis, to make up the output gap built up during that period.

Two exogenous shocks will slow down the country's return to its potential level. The first involves the soaring prices of raw materials: this shock will mainly hit households and will weigh on their purchasing power and curtail their spending. This mechanism, which is also at work in the other Western countries, will cause a slowdown in their economies and hence their demand for French output. In aggregate, this purchasing power shock will cut the growth of the French economy by 1 point during the period 2011-2012. The second shock is related to fiscal policy: from 2011 onwards, the large (and small) developed countries, in the face of mounting debt and expanding government deficits, will be implementing policies of fiscal restraint. The generalization of this strategy will also put the brakes on economic growth; its impact is estimated at 2.8 percentage points of GDP during the years 2011-2012.

While there is relative agreement on evaluating purchasing

power shocks, this is not the case for the impact of fiscal policy on economic activity.

### **What is the value of the fiscal multiplier?**

Economic thought has been divided since the Great Depression over how to assess the impact of fiscal policy. Two major theoretical schools in the history of economic thought are at odds over the expected short-term impact of fiscal policy on economic activity.<sup>1</sup> On the one hand, the “Keynesian” school holds that an increase of one percentage point of GDP in public spending (or an equivalent decrease in taxes) should result in an increase in GDP of more than one point. This is known strictly as the Keynesian multiplier effect. On the other hand, there are a number of theoretical arguments that question the ability of fiscal policy to generate a more than proportional increase in GDP. Within this opposing school, it is then necessary to distinguish between those in favour of a positive fiscal multiplier (albeit less than one) and those in favour of a negative fiscal multiplier; in the latter case, we are speaking strictly of anti-Keynesian fiscal multipliers.

Many empirical studies have attempted to settle this theoretical debate. A [review of the literature on this subject](#) tells us that the fiscal multiplier is always positive, and that the following situations push it higher:

1. The budget policies of the partner countries are synchronized;
2. The instrument used relies more on public expenditure rather than taxation (Haavelmo, 1945);<sup>2</sup>
3. Monetary policy is ineffective (IMF, 2010).<sup>3</sup>

In a [recent article](#), the OFCE highlighted a fourth factor, which concerns the position in the economic cycle: the multiplier is higher when the economy is at the bottom of the cycle.

What can we say about the current economic situation?

The implementation of austerity policies in all the European countries (criterion 1), focused on reducing public expenditure (criterion 2), and acting in a situation of a persistent “liquidity trap” (criterion 3) describes the context for a high multiplier.

Only an assumption that the economic crisis did not simply cause a drop in production but also may have had a strong impact on the economic potential of the euro zone economies could render the current strategy of fiscal consolidation optimal (criterion 4): based on this assumption, the rise in structural unemployment would be identical to that of actual unemployment, and the fiscal multipliers would be low in the short term and zero in the long term.

If on the other hand the growth potential of the economies did not significantly change during the crisis, then this strategy would lose its apparent effectiveness, which would confirm the relevance of the first three criteria and strengthen the impact of the fiscal consolidation.

On this crucial point, the strong stimulus imparted by economic policy renders any evaluation of the economy’s new potential path more hypothetical and makes more complex the choice of a policy to end the crisis as well as the tempo of policy implementation. In any case, the violence of the initial shock can, it seems, lift any ambiguity about the case of the developed countries: even if it were agreed that this crisis has had a powerful impact on the economy’s growth potential, this would still not cancel out the overcapacity generated by the crisis over three years.

What other scenario could lead to recovery?  
A neutral fiscal policy instead of the austerity policy

Summary of the impact of a neutral fiscal policy on exchange rates and public finances

In points of deviation from the central scenario

	2011	2012
GDP	1.7	1.1
Gov't financial balances (GDP points)	-0.6	-0.6
Unemployment rate	-0.9	-1.5

Sources: INSEE; OFCE calculations e-mod.fr.

It is also possible to enrich the analysis by approaching it this time from the perspective of unemployment rather than production: unemployment rose brutally and spectacularly from the very start of the crisis, from 7.2% in early 2008 to 9.3% in late 2010. This increase in unemployment cannot be regarded as an increase in equilibrium unemployment: during this period, there were no significant changes in labour market institutions or practices, *i.e.* the main determinants of equilibrium unemployment. In the short term equilibrium unemployment could of course have been modified by a poor sector allocation of capital and labour resources. Some reallocation may also result from reduced productivity. But in any case there is no evidence of a lasting increase in equilibrium unemployment. The situation today is indeed a situation of involuntary unemployment as compared to what we could have seen, without inflation, with the full use of the available workforce.

Under these conditions all the evidence indicates that the multipliers are high: the country's economic situation has deteriorated sharply and is still far from its equilibrium position (mass unemployment, the existence of excess capacity); monetary policy has little bite; and all the developed countries are in the same configuration and will therefore carry out the same policy.

The proper analytical framework is therefore that of a large, not very open economy, and not that of a small open economy. The theoretical debate about the value of the multiplier and the role of agents' expectations must therefore yield to the

empirical evidence: the multipliers are positive and greater than one.

A simulation of a neutral budget policy indicates that the choice of fiscal consolidation proposed by the developed countries will thwart the start of a virtuous circle: without it, growth in “the Hexagon” would have been higher by 1.7 points in 2011 and 1.1 points in 2012 (Table 1). This would have allowed the unemployment rate to fall significantly (-1.5 point), eventually to 7.8% by 2012, close to the level prevailing before the crisis. The general government deficit would also have benefited from the boost in activity: it would have declined, although certainly less than in the case of the austerity policies set out (5 GDP points), reaching 5.6 GDP points in 2012 (Table 1). By raising the unemployment rate by 1.5 points compared to the baseline, *i.e.* the situation without a policy of fiscal restraint, the cost of a reduction of 0.6 GDP point in the general government deficit seems extremely high.

- 
1. In the long term, the effectiveness of fiscal policy vanishes. [[↩](#)]
  2. Haavelmo T. (1945), “Multiplier effects of a balanced budget”, *Econometrica*, vol. 13, no. 4, October, pp. 311-318. [[↩](#)]
  3. IMF (2010), “Recovery, Risk, and Rebalancing”, *World Economic Outlook*, Chapter 3, October. [[↩](#)]
-

# L'impossible programme des candidats à l'élection présidentielle

par [Henri Sterdyniak](#)

Tous les candidats devront présenter en 2012 un programme de politique économique pour 5 ans. Seront-ils raisonnables, au prix d'une forte montée du chômage, d'un optimisme aveugle, en minimisant les effets de la politique budgétaire sur l'activité, ou aventureux ? Et auront-ils le choix ?

Tous les candidats devront présenter en 2012 un programme de politique économique pour 5 ans. En 2012, le déficit public français devrait être de l'ordre de 5% du PIB.

Les candidats doivent faire deux choix : le premier, politique, est l'objectif de réduction du déficit public ; le deuxième, économique, est l'hypothèse sur la croissance spontanée de la France, avant la mise en œuvre du programme, sachant que la croissance pourrait être forte (puisque l'on est en période de sortie de crise), mais qu'elle peut être affaiblie par les politiques budgétaires restrictives des autres pays.

Considérons d'abord un candidat raisonnable. Les contraintes européennes, la surveillance des agences de notation et des marchés financiers le contraignent à présenter un programme aboutissant à l'équilibre en 5 ans, soit en 2017. Le candidat fait l'hypothèse raisonnable, conforme à l'opinion de la plupart des économistes et des institutions internationales, que la croissance avec politique budgétaire neutre serait de 2%. Raisonnable, il estime que le multiplicateur budgétaire est de 1 (une baisse des dépenses publiques ou une hausse des impôts de 1% du PIB induit une baisse de 1% du PIB). Il doit alors présenter le programme raisonnable de la première

colonne du tableau ci-dessous. Une politique budgétaire restrictive de 1% du PIB par an (de façon à gagner 5 points en 5 ans) ne suffit pas, car celle-ci réduit la croissance économique, ce qui réduit les rentrées fiscales. Il faut donc être encore plus restrictif. A la fin, l'effort budgétaire doit être de 2 points de PIB par an et la croissance *ex post* est nulle. Le taux de chômage atteint 14,5%. Le programme raisonnable aboutit à la catastrophe économique. De plus, le candidat raisonnable doit annoncer une hausse des impôts de 20 milliards par an et faire passer le taux de croissance des dépenses publiques à 0% (au lieu d'une croissance tendancielle de 2% par an). Sera-t-il possible de maintenir, pendant 5 ans, une croissance nulle des dépenses publiques, compte tenu de la hausse des dépenses de santé, de retraites et de chômage (en raison de la stagnation de l'activité) ?



Comment échapper à cette catastrophe ? La méthode mise en œuvre par le Programme de stabilité présenté par la France à Bruxelles en avril 2011 consiste à nier l'impact des politiques budgétaires restrictives sur l'activité, à prétendre que le multiplicateur budgétaire est nul. Mais comment la restriction budgétaire ne se traduirait pas par une baisse de la demande, dans une situation où les taux d'intérêt ne peuvent guère diminuer, où la France ne peut compter sur une baisse de son taux de change ? Il faut prétendre que les ménages diminueraient fortement leur taux d'épargne alors que la politique mise en œuvre se traduirait par une hausse du chômage, des impôts et une baisse des dépenses sociales. Comment justifier qu'une politique budgétaire expansionniste était nécessaire en 2009 pour soutenir l'activité et qu'une politique restrictive n'aurait pas d'effet dépressif en 2012-2017 ? Est-ce un hasard si les documents du ministère de l'Economie ne présentent plus d'évaluation chiffrée, à l'aide d'un modèle macroéconomique, de l'impact de la politique budgétaire envisagée sur la croissance ? Comment prétendre

que la croissance spontanée de la France serait de l'ordre de 2,5% dans une zone euro où tous les pays mettraient en œuvre de fortes politiques d'austérité ? Avec ce déni de la réalité, une croissance *ex ante* de 2,5 % par an permet d'aboutir à une croissance *ex post* de 2,5%, malgré un effort budgétaire de 0,75 point de PIB par an. Il *suffit* alors de trouver 0,25% de PIB d'impôts supplémentaires par an (25 milliards en 5 ans) et de réduire la croissance des dépenses publiques à 1% par an (ce qui, par ailleurs, n'est pas acquis).

On le voit, avec une contrainte de solde public nul *ex post*, la politique possible dépend fortement des hypothèses économiques. Donner à un « Comité indépendant de politique budgétaire » le pouvoir de fixer les hypothèses de croissance, en s'astreignant à vérifier les contraintes européennes, comme le proposent certains économistes, revient à lui donner le droit d'imposer la politique raisonnable, celle qui conduit à la catastrophe.

Le programme aventureux consiste à oublier l'objectif de solde public, tant que la France n'est pas revenue à un niveau d'emploi satisfaisant. Ne pas viser à réduire le déficit par des politiques d'austérité, mais par le soutien à la croissance, obtenu en augmentant les impôts des plus riches pour financer des dépenses à fort impact sur la demande (prestations sociales) ou sur le potentiel de croissance (soutien aux industries vertes par exemple). Créer un système financier public pour financer un vaste programme d'adaptation à la croissance durable.

Avec une hypothèse optimiste de croissance *ex ante* de 3%, le déficit serait réduit à 2,5% en 2017, ce qui est suffisant pour stabiliser la dette. Cette hypothèse n'est pas si optimiste qu'il pourrait sembler : en 2012, le PIB devrait être inférieur d'environ 8% au niveau qu'il aurait atteint sans la crise financière : il s'agit de combler 5 de ces 8 points. Aucun effort budgétaire n'est requis. Reste à convaincre les marchés financiers, les agences de notation,



nos partenaires européens et les institutions européennes de la crédibilité de cette stratégie, qui sera d'autant plus forte que plus de pays en Europe l'adopteront. Les candidats ont donc le choix entre la raison qui amène à la stagnation économique ; l'optimisme aveugle ou une politique aventureuse.

---

## **La BCE peut-elle faire machine arrière ?**

par [Christophe Blot](#)

Le Conseil des gouverneurs de la BCE s'est réuni jeudi 8 septembre 2011 pour décider de l'orientation de la politique monétaire dans la zone euro. Après la hausse d'un quart de point en juillet portant le principal taux directeur à 1,5 %, la dégradation récente de la situation conjoncturelle pose la question de l'opportunité de la poursuite de la hausse et même celle d'un éventuel retour en arrière sur les décisions précédentes de la BCE.

Au cours du premier trimestre 2011, l'accélération de la croissance, qui s'était établie à 0,8 % et le regain de tensions sur les prix de l'énergie qui alimentait l'inflation semblaient accréditer le scénario de la BCE d'une sortie de crise et de la nécessité d'une normalisation progressive de la politique monétaire. Pourtant, les décisions de la BCE pouvaient déjà paraître un peu hâtives au regard de l'absence de résolution pérenne de la crise budgétaire et du diagnostic porté sur le risque inflationniste (cf. [Faut-il craindre un retour de l'inflation dans la zone euro ?](#)). Par ailleurs, depuis quelques semaines, les mauvaises nouvelles se succèdent de part et d'autre de l'Atlantique témoignant de la fragilité

de la reprise et reflétant la situation inextricable des finances publiques. La croissance dans l'ensemble de la zone euro a marqué le pas au deuxième trimestre puisque le PIB n'a progressé que de 0,2 % (cf. [le communiqué d'Eurostat](#)). La consommation des ménages est en baisse, l'investissement ne confirme pas le rebond du trimestre précédent et, sans une contribution du commerce extérieur positive, la croissance aurait été négative reflétant la faiblesse des ressorts internes de la croissance dans une zone où tous les pays ont fait le choix de la rigueur budgétaire. Depuis le mois de mars, les enquêtes de conjoncture se dégradent rapidement (graphique 1) ce qui se traduit dans les indicateurs avancés de la croissance par une anticipation de négative sur le deuxième semestre 2011 (cf. [L'indicateur avancé zone euro](#)).



Source : Commission européenne

Autre source d'inquiétude : la spirale dépressive s'est de nouveau emparée des marchés financiers qui ont plongé au cours de l'été en raison des tergiversations en matière de gouvernance dans la zone euro et de la fragilité supposée du système bancaire (cf. la déclaration de [Christine Lagarde](#), Directrice générale du FMI). Les risques de défaut de la Grèce comme celui d'une contagion de la crise ne sont toujours pas écartés. Les tensions sur le marché interbancaire sont également réapparues comme le montrent l'augmentation rapide de l'écart de taux entre les prêts interbancaires garantis (taux Eurepo) et les prêts à même échéance non garantis (taux Euribor). Sans atteindre le niveau de tensions qui avait suivi la chute de la banque Lehman Brother en septembre 2008, ces écarts de taux s'envolent depuis le début du mois d'août (graphique 2). Enfin, après avoir atteint un pic à 2,8 % en avril, l'inflation a diminué progressivement à 2,5 % en août. De même, l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire excluant les composantes volatiles comme l'énergie et l'alimentaire, a reculé de 1,6 % à 1,2 % confirmant que le risque

inflationniste est faible dans un contexte de chômage massif.



Source : Datastream

Dans ces conditions, est-il pertinent de poursuivre le mouvement de hausse des taux ? La BCE a commis une erreur d'appréciation ; elle s'est engagée prématurément dans un cycle de hausse de taux. Ce faisant elle a ajouté un frein supplémentaire à une croissance déjà bridée par l'austérité budgétaire des pays de la zone euro. Cette situation rappelle celle de l'été 2008 où la BCE avait décidé d'une augmentation de son taux directeur à quelques semaines d'une tempête financière et alors même que la zone euro était déjà entrée en récession. La BCE avait dû rapidement faire machine arrière pour faire face à l'effondrement de la croissance. De même en 1937, le resserrement hâtif de la politique monétaire aux Etats-Unis avait rapidement fait replonger l'économie américaine en récession obligeant la banque centrale à baisser ensuite rapidement les taux.

La position de la BCE est donc aujourd'hui assez délicate. Elle pourrait juger qu'un retour en arrière pourrait nuire à sa crédibilité. Mais il en serait tout autant si elle s'enfermait dans un jugement erroné de la sortie de crise et des risques inflationnistes. Par ailleurs, à quelques mois de sa succession, Jean-Claude Trichet pourrait juger qu'il est plus sage de ne pas modifier l'orientation de la politique monétaire afin de ne pas mettre sous pression son successeur Mario Draghi qui doit prendre ses fonctions en novembre. Si une chute de la croissance comparable à celle de 2008-2009 paraît aujourd'hui peu probable, les tensions actuelles en matière bancaire et de finances publiques nécessitent cependant un soutien supplémentaire de la part de la politique monétaire. Avec un taux à 1,5 %, la politique monétaire reste accommodante mais une nouvelle baisse montrerait l'engagement de la BCE en faveur de la croissance. Une politique monétaire adaptée à la situation macroéconomique et financière doit

aujourd'hui l'emporter sur toute considération relative à la crédibilité d'un éventuel revirement de la BCE. Enfin, une autre possibilité serait d'accélérer et d'amplifier le programme d'achats de titres publics afin de peser sur les taux d'intérêt à long terme et offrir ainsi une solution à la crise des dettes souveraines.

---

# Quel impact de la politique budgétaire sur la croissance française?

par [Eric Heyer](#)

La bonne grille d'analyse de l'économie française est celle d'une grande économie peu ouverte et non pas celle d'une petite économie ouverte : elle est dans une situation conjoncturelle encore fortement dégradée et loin de sa position d'équilibre (chômage de masse, existence de surcapacités de production), avec des pays européens qui adoptent la même orientation de politique budgétaire. Dans ces conditions, tout laisse conclure que les multiplicateurs budgétaires sont élevés. Ainsi, le débat théorique sur la valeur du multiplicateur et le rôle des anticipations des agents doit s'effacer devant le constat empirique : les multiplicateurs sont positifs et supérieurs à 1.

A la suite d'une profonde récession, la méthode la plus adaptée à un exercice de prévision de l'activité à court terme (2 ans) consiste à évaluer le retour (vitesse et ampleur) spontané de l'économie vers son niveau d'équilibre ou potentiel mais aussi et surtout à quantifier l'impact de chocs exogènes (prix des matières premières, politique économique...)

sur cette trajectoire spontanée.

Lors de notre [dernière prévision](#), nous signalions que le potentiel de rebond de l'économie française est important : celui-ci correspondrait à une croissance spontanée de près de 4 % l'an au cours des années 2011 et 2012, permettant de rattraper, 4 ans après le début de la crise, l'écart de production observé au cours de celle-ci.

Deux chocs exogènes freineront ce retour au potentiel. Le premier est lié à l'envolée des prix des matières premières : absorbé principalement par les ménages, ce choc pèsera sur leur pouvoir d'achat et limitera leurs dépenses. Ce mécanisme, également à l'œuvre dans les autres pays occidentaux, provoquera un ralentissement de leur économie et donc de leur demande adressée à la France. En cumulé, ce choc de pouvoir d'achat diminuera d'1 point la croissance de l'économie française au cours de la période 2011-2012. Le second est lié à la politique budgétaire : à partir de 2011, les grands (et petits) pays développés, face à la montée de leur dette et au creusement de leur déficit public, vont mettre en place des politiques de restrictions budgétaires. La généralisation de cette stratégie portera un coup de frein à la croissance économique, évaluée à 2,8 points de PIB au cours des années 2011-2012.

Si l'évaluation d'un choc de pouvoir d'achat est relativement consensuelle, il n'en va pas de même pour l'incidence de la politique budgétaire sur l'activité.

### **Quelle valeur du multiplicateur budgétaire ?**

Depuis la Grande Dépression, la pensée économique se partage autour de l'évaluation de l'impact de la politique budgétaire. Dans l'histoire de la pensée économique, deux grandes écoles théoriques s'opposent sur l'impact attendu à court terme d'une politique budgétaire sur l'activité économique ((A long terme, l'efficacité d'une politique budgétaire disparaît.)). D'un

côté, l'école dite « keynésienne » considère qu'une augmentation d'un point de PIB des dépenses publiques (ou d'une baisse équivalente des impôts) doit donner lieu à une augmentation du PIB de plus d'un pourcent : on parle alors strictement d'effet multiplicateur keynésien. De l'autre, il existe une série d'arguments théoriques qui mettent en cause les capacités de la politique budgétaire à engendrer une augmentation plus que proportionnelle du PIB. Dans cette école, il faut alors distinguer ceux qui concluent en faveur d'un multiplicateur budgétaire positif (quoiqu'inférieur à l'unité) de ceux qui concluent en faveur d'un multiplicateur budgétaire négatif ; dans ce dernier cas, on parlera strictement de multiplicateurs budgétaires anti-keynésiens.

De nombreux travaux empiriques ont tenté de trancher ce débat théorique. Une [revue de la littérature sur ce sujet](#) nous enseigne que le multiplicateur budgétaire est toujours positif et que sa valeur serait d'autant plus élevé que :

1. Les politiques budgétaires sont synchrones dans les pays partenaires ;
2. L'instrument utilisé est centré sur les dépenses publiques plutôt que sur la fiscalité (Haavelmo (1945) (( Haavelmo T. (1945), "Multiplier effects of a balanced budget", *Econometrica*, vol. 13, n°4, octobre, pp. 311-318.)));
3. La politique monétaire est inefficace (FMI (2010) ((FMI (2010), "Recovery, Risk, and Rebalancing" *World Economic Outlook*, chapitre 3, octobre. )));

Dans un [article récent](#) l'OFCE a mis en avant un 4<sup>e</sup> facteur, lié à la situation conjoncturelle : le multiplicateur serait d'autant plus élevé que l'économie se situe en bas de cycle.

Que pouvons-nous dire dans le contexte économique actuel ?

La mise en place de politiques de rigueur dans l'ensemble des pays européens (critère 1), centrées sur la réduction des

dépenses publiques (critère 2) et agissant dans une situation de persistance de la « trappe à liquidité » (critère 3) décrit un contexte de multiplicateur élevé.

Seule l'hypothèse selon laquelle la crise économique ne s'est pas contentée de provoquer une chute de la production mais a également pu avoir un fort impact sur le potentiel économique des économies de la zone pourrait rendre la stratégie actuelle de consolidation budgétaire optimale (critère 4): sous cette hypothèse, la hausse du chômage structurel serait identique à celle du chômage observé et les multiplicateurs budgétaires seraient faibles à court terme et nuls à long terme.

Si en revanche le potentiel de croissance des économies n'a pas été significativement modifié au cours de cette crise, alors l'efficacité apparente de cette stratégie budgétaire disparaîtrait et viendrait conforter les 3 premiers critères, renforçant son caractère austère.

Sur ce point crucial, la forte stimulation due aux politiques économiques rend plus hypothétique l'évaluation de la nouvelle trajectoire potentielle de l'économie et complexifie le choix de la politique de sortie de crise et du tempo de sa mise en place. Pour autant, la violence du choc initial permet, semble-t-il, de lever toute ambiguïté dans le cas des pays développés : même à considérer que cette crise ait eu un impact puissant sur la croissance potentielle de l'économie, cela ne permettrait toutefois pas d'annuler les surcapacités engendrées par celle-ci et accumulées depuis trois ans.

### **Tableau 1. Quel autre scénario de sortie de crise ? Le cas d'une politique budgétaire neutre en lieu et place de la politique d'austérité annoncée.**

**Résumé de l'impact d'une politique budgétaire neutre sur le taux de chômage et les finances publiques**

**En écart de point de % par rapport au scénario central**

	2011	2012
<i>PIB</i>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>
<i>Solde des APU (en point de PIB)</i>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>
<i>Taux de chômage</i>	<b>-0,9</b>	<b>-1,5</b>

**Sources : INSEE ; calculs OFCE e-mod.fr.**

Il est également possible d'enrichir cette analyse en l'abordant cette fois sous l'angle du chômage et non plus sous celui de la production : depuis le début de cette crise, le chômage a connu une hausse aussi brutale que spectaculaire en passant de 7,2 % en début d'année 2008 à 9,3 fin 2010. Cette hausse du chômage ne peut pas être considérée comme une hausse du chômage d'équilibre: au cours de la période, il n'y pas eu de modifications notables des institutions ou des pratiques sur le marché du travail, déterminants principaux du chômage d'équilibre. Certes, à court terme, le chômage d'équilibre a pu être modifié par une mauvaise allocation sectorielle des ressources en capital ou en main-d'œuvre. De la réallocation peut également découler une baisse de productivité. Mais, en tout état de cause, rien ne permet de conclure à une hausse durable du chômage d'équilibre. Ainsi, la situation actuelle est bien une situation de sous emploi involontaire par rapport à celle que l'on pourrait avoir, sans inflation, avec la pleine utilisation de la main-d'œuvre disponible.

Dans ces conditions tout laisse conclure que les multiplicateurs sont élevés : la situation conjoncturelle est encore fortement dégradée et loin de sa position d'équilibre (chômage de masse, existence de surcapacités de production) ; la politique monétaire peine à mordre ; et tous les pays développés sont dans la même configuration et vont donc conduire la même politique.

La bonne grille d'analyse théorique est alors celle d'une grande économie peu ouverte et non pas celle d'une petite



économie ouverte. Ainsi, le débat théorique sur la valeur du multiplicateur et le rôle des anticipations des agents doit s'effacer devant le constat empirique : les multiplicateurs sont positifs et supérieurs à 1.

Une simulation de politique budgétaire neutre indique que le choix de consolidation budgétaire proposé par les pays développés va empêcher l'enclenchement d'un enchaînement vertueux : sans elle, la croissance dans l'hexagone aurait été supérieure de 1,7 point en 2011 et de 1,1 point en 2012 (tableau 1). Cela aurait permis au taux de chômage d'entamer une décrue significative (-1,5 point), pour finalement s'établir à 7,8 % en 2012, niveau proche de celui qui prévalait avant la crise. Le déficit des APU aurait bénéficié également de ce surcroît d'activité : celui-ci se serait réduit, certes moins que dans le cas de la politique d'austérité annoncée (5 points de PIB), en atteignant 5,6 points de PIB en 2012 (tableau 1). En élevant le taux de chômage de 1,5 point par rapport à la situation de référence, à savoir celle sans politique budgétaire restrictive, le coût d'une réduction de 0,6 point de PIB du déficit des APU apparaît extrêmement élevé.

---

---

## **Fin de la prime à la casse : les effets négatifs sont à venir**

par **Hervé Péléraux** et [Mathieu Plane](#)

Dans une note parue au début de l'été 2011, nous expliquions

pourquoi le contrecoup de la fin de la prime à la casse interviendrait au deuxième trimestre 2011. Nous estimons à -0,4 % sa contribution au PIB français durant ce trimestre. L'épisode de la prime "Fillon" ne se démarque guère des expériences passées : en créant des effets d'aubaine temporaires, les primes provoquent des coups d'accordéon dans un volume de marché stationnaire sur longue période.

### **Un secteur automobile sinistré**

Le secteur automobile a traversé une crise sans précédent lors de la récession de 2008/09. La production de la branche « matériels de transport » a reculé de plus de 20 % entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009. A titre de comparaison, au cours de la crise de la première moitié des années 1990, la production avait reculé de 17 % entre le premier trimestre 1990 et le quatrième trimestre 1993, soit moins en quatre années à l'époque qu'en un an en 2008/09.

La baisse de la production n'a été que la réponse des constructeurs à l'effondrement des marchés intérieurs et extérieurs. Au plus fort de la récession, la consommation de matériels de transport par les ménages a reculé de 11 % sur un an en 2008, les achats des entreprises de 28,5 % et les exportations de 27 %, soit au total une contraction des débouchés du secteur de 18,5 % (contre 14 % en quatre ans lors de la crise de la première moitié des années 1990). C'est dire l'ampleur du choc auquel a été confronté le secteur automobile.

La crise financière, qui a démarré à l'été 2007, s'est dangereusement aggravée avant la mise en place, dans le dernier trimestre de 2008, de plans de sauvetage visant à soutenir les établissements de crédit en difficulté et à restaurer la confiance au sein du système financier. Cette crise a paralysé l'activité de crédit des banques aux entreprises et aux particuliers. L'investissement productif, mais aussi les segments de la consommation des ménages qui

dépendent du crédit, comme les achats d'automobiles majoritairement financés par emprunt, ont été les vecteurs de transmission de la crise de la sphère financière vers la sphère réelle.

### **Des mesures de soutien efficaces...**

Pour tenter de relancer l'activité du marché, le gouvernement a institué en décembre 2008 un système de « primes à la casse » visant à stimuler les achats d'automobiles et calqué sur celui déjà mis en place dans le passé (primes Balladur en 1994, Juppé en 1996 ((Ce système avait déjà été expérimenté lors du creux conjoncturel des années 90. Pour soutenir la consommation, le gouvernement Balladur avait mis en place entre février 1994 et juin 1995 une subvention de 762 euros (5000 francs) pour la mise au rebut de véhicules vieillissants contre l'achat d'un véhicule neuf. Ce dispositif a été institué à nouveau peu de temps après entre octobre 1995 et octobre 1996, avec les primes Juppé comprises entre 5000 francs (762 euros) et 7000 francs (1067 euros) selon la catégorie du véhicule. )). Ce système consistait à offrir une prime, 1000 euros jusqu'au 31 décembre 2009 (prime « Fillon 1 ») ramenée à 700 euros jusqu'au 1er juillet 2010 (prime « Fillon 2 ») et enfin à 500 euros jusqu'au 31 décembre 2010 (prime « Fillon 3 »), pour l'achat d'une automobile neuve en remplacement d'un véhicule de plus de 10 ans. Ce mécanisme vise à inciter les ménages concernés à anticiper le renouvellement de leur véhicule. Il a pour effet de concentrer, sur un intervalle de temps limité à sa durée d'application, des achats qui autrement auraient été étalés dans le temps. La vague de ventes qui en résulte pour les constructeurs permet ainsi de soutenir ponctuellement le secteur automobile quand il traverse des difficultés temporaires. Une partie des ventes supplémentaires suscite un courant d'importations de voitures qui profite bien sûr aux constructeurs étrangers et pas aux constructeurs nationaux, mais la plupart des partenaires commerciaux de la France ont

aussi mis en place simultanément de tels dispositifs qui ont en retour bénéficié aux exportations françaises d'automobiles.

L'effet de la mesure s'est développé tout au long de 2009 (graphique 1), avec, comme en 1994 et 1996, une montée en charge progressive qui a culminé à la veille de la diminution du bonus de 1000 à 700 euros au 1<sup>er</sup> janvier 2010. Beaucoup d'acheteurs, c'est en tout cas ce que l'expérience suggère, ont en effet tendance à « attendre la dernière minute » pour profiter de l'avantage. Il en a résulté une poussée des immatriculations en fin d'année 2009, qui s'est d'ailleurs reproduite à l'identique en fin d'année 2010 avant la disparition complète de l'avantage au 1<sup>er</sup> janvier 2011 ((Le passage de la prime de 700 à 500 euros au 1<sup>er</sup> juillet 2010 n'a par contre pas provoqué la même ruée en juin, probablement parce que le marché « digérait » encore la poussée des achats de 2009. )).

Le secteur automobile a rapidement profité de ce dispositif de soutien, avec une reprise de la production de la branche « matériels de transport » de 15 % en quatre trimestres depuis le point bas du premier trimestre 2009, une hausse de la consommation des ménages en matériels de transport de 13 % et, grâce au même type de mesure mis en place chez les partenaires, un regain d'exportations de 22 %. Même si les niveaux d'avant-crise ne sont pas dépassés, – et le retour à la croissance ne doit pas faire oublier que sur trois ans l'activité du secteur est encore en recul au début 2011 – au moins la spirale baissière a-t-elle été enrayerée.

#### 1. Immatriculation de véhicules de tourisme neufs



En milliers, cvs

Source : INSEE.

### ... qui n'ont qu'un caractère temporaire

La contrepartie de ces vagues d'achat a été un reflux massif du marché une fois minoré, ou éteint, le dispositif. Les primes ne permettent pas, et c'est ce que montre aussi l'expérience passée, d'accroître durablement les ventes. Le passage en creux des immatriculations sous la moyenne de longue période après les primes « Balladur » et « Juppé » en témoigne. Les primes créent un effet d'aubaine temporaire qui pousse les ménages concernés à anticiper le renouvellement de leur véhicule. Mais il ne s'agit bien ici que d'accélérer la prise de décision d'un renouvellement. L'épuisement du stock de véhicules pouvant prétendre au bénéfice de la mesure, ou l'arrivée à échéance du dispositif, provoque par la suite un contrecoup à la baisse à la mesure de l'engouement précédent. Par exemple, durant l'intervalle de trois mois qui a séparé les primes « Balladur » des primes « Juppé », les immatriculations mensuelles moyennes ont reculé de 13 % par rapport à la moyenne mensuelle observée pendant la période d'application du dispositif. De même, dans les trois mois qui ont suivi la fin de la prime « Juppé », la moyenne mensuelle des immatriculations a chuté de 24 % par rapport à la moyenne de la période pendant laquelle la mesure a été effective.

L'année 2010 ne se démarque pas des expériences passées en montrant que les primes provoquent des coups d'accordéon dans un volume de marché stationnaire sur longue période. Simplement le recul des immatriculations en 2010, à la suite du passage de la prime « Fillon 1 » à la prime « Fillon 2 » pendant les six premiers mois de l'année, a-t-il été moins prononcé que dans les années 90 du fait du maintien d'un bonus.

La disparition complète de l'avantage, laissait attendre, après une dernière ruée chez les concessionnaires à la fin de 2010, un repli massif des ventes au premier trimestre. De

fait, après s'être accrues de respectivement 18 et 11 % en novembre et en décembre 2010, les immatriculations se sont repliées de 13,7 % en janvier. Mais elles ont rebondi en février, 8,5 %, avant de rendre le terrain regagné en mars, -8,9 %. Au total, la moyenne des immatriculations sur les trois mois qui ont suivi la date de fin de la prime « Fillon 3 » est supérieure de 6,6 % à la moyenne qui prévalait pendant la période d'application des dispositifs « Fillon » (2009 et 2010), ce qui n'avait été le cas ni dans l'intervalle entre les dispositifs « Balladur » et « Juppé », ni à la fin des primes « Juppé », ni même à la fin de la prime « Fillon 1 » en janvier 2010.

### **Un reflux différé... mais qui se dessine**

Contrairement à ce que l'expérience pouvait laisser augurer, l'ajustement attendu semble donc cette fois avoir tardé. Selon les comptes nationaux, la croissance de la consommation des ménages en matériel de transport s'est maintenue au 1<sup>er</sup> trimestre (+2,3 %), alors qu'elle avait chuté de 6 % au 1<sup>er</sup> trimestre 2010 à la fin du dispositif « Fillon 1 », de 16 % à la fin de la prime Balladur au troisième trimestre 1995, et de 18 % au quatrième trimestre 1996 à la fin des primes « Juppé » (tableau 1). Il semble donc bien y avoir une spécificité dans le cas présent, qui peut tenir à deux raisons majeures. D'abord le délai entre la prise de commande et l'immatriculation ou la livraison du véhicule introduit un retard dans la comptabilisation de l'achat effectif. Si davantage de commandes supplémentaires que dans les exemples antérieurs ont été passées dans les tous derniers jours d'existence de la mesure, davantage d'immatriculations et de livraisons qu'à l'accoutumé ont été reportées au premier trimestre, ce qui a maintenu la croissance de la consommation d'automobiles. Ensuite, il semble que les constructeurs se soient dans une certaine mesure substitués aux pouvoirs publics pour prolonger les bonus afin d'éviter un choc négatif trop violent.

Mais cette stratégie à finalité commerciale n'aurait, quoi qu'il en soit, qu'un caractère temporaire. De même, le stock de commandes hérité de la fin du dispositif « Fillon », probablement épuisé à l'heure actuelle, ne pourra plus s'opposer au reflux des ventes effectives. Tout laisse à penser donc que le contrecoup de la fin de la prime à la casse interviendra au deuxième trimestre 2011. Premièrement les chiffres du mois d'avril 2011 montrent une chute brutale de la consommation en automobiles, celle-ci reculant de plus de 10 % en l'espace d'un mois et renouant avec les niveaux de juin 2010 ou de décembre 2008. Deuxièmement, les immatriculations de véhicules neufs, qui ont chuté de près de 14 % au mois d'avril 2011 ont très faiblement rebondi au mois de mai 2011 (0,9 %). Au final, si la consommation en automobiles se stabilisait en mai et juin à son niveau d'avril 2011, celle-ci baisserait de 11 % au deuxième trimestre 2011, contribuant pour -0,7 % à la croissance de la consommation des ménages et pour -0,4 % à la croissance du PIB (voir tableau). Au moins pour sa composante consommation des ménages, la forte croissance du PIB enregistrée au 1<sup>er</sup> trimestre 2011, n'est donc pas reproductible au deuxième.

