



Time Magazine,
31/12/1965. article de
Milton Friedman, « [We Are
All Keynesians Now](#)

Dans la crise financière, nous sommes décidément tous keynésiens !

6 novembre 2008

Le monde développé s'enfonce dans une spirale dangereuse, embarqué dans un schéma où les anticipations des agents sont toutes orientées dans le même sens, précipitant la contraction de l'économie (voir [Les promesses de l'ombre, prévisions de l'OFCE de l'automne 2008](#)). Ces anticipations se fondent sur une extrême prudence, par la perte de confiance et surtout par la nécessité de se préserver de sa propre faillite comme de celle de ses débiteurs. Le ralentissement américain, le retournement synchrone dans chaque pays du marché immobiliers, le traumatisme du système financier et bancaire initie le mouvement. Les mécanismes autonomes de rebond seront longs à émerger, d'autant que personne dans l'économie mondiale ne pourra échapper aux effets destructeurs du repli économique.

Plus grave encore, nous sommes dans une trappe à liquidité. Les agents fuient les dettes privées, d'autant plus risquées que la situation économique est en train de se dégrader pour tous, pour ne détenir que des titres publics. En zone euro comme aux Etats-Unis, les bons du trésor à maturité courte voient leur rendement s'effondrer sur le marché secondaire. C'est la conséquence d'une demande insatiable pour des titres qui conservent leur valeur même lorsque les banques font faillite. Abaisser les taux d'intérêt ne permet pas de diminuer le coût du capital pour les entreprises ou les ménages, puisque personne ne veut leur prêter. La politique monétaire perd, à court terme, toute efficacité.

Cette conjonction (trappe à liquidité et récession) correspond à celle de la crise de 1929 ou à la crise japonaise des années 1990. Si aucune recette n'assurera une solution simple, le consensus est clair et net : de la [spectaculaire profession de foi d'Alistair Darling](#), du « [Let's get fiscal](#) » de [Paul Krugman](#) aux [recommandations du très libéral The Economist](#), une politique budgétaire de grande ampleur dans tous les pays développés est incontournable. Financée par des déficits et de la dette publique, elle répondra à l'appétit des agents privés pour les titres publics et pourra neutraliser la réaction en chaîne de la dépression en substituant cette dette publique à la dette privée, déconsidérée.

A condition que quatre principes soient respectés.

1. **Etre de grande ampleur et engagée dans tous les pays.** Il faut compter une stimulation de l'économie d'au moins un point de PIB. L'ampleur du choc doit être calibrée de façon à contredire les anticipations des agents économiques. En dessous d'un point, la stimulation budgétaire échouerait à faire la différence et ne mettrait pas un terme aux anticipations dépressives. En dessous d'un point, ce serait du temps et de l'argent perdus, obligeant à réengager une politique budgétaire correctement calibrée plus tard. Il vaut mieux voir trop grand que de compter au plus juste et s'y reprendre à plusieurs fois.
2. **Etre réversible dès que le retour à meilleur fortune sera acquis.** L'impulsion doit être temporaire mais sans échéance définie. Une fois l'économie mondiale sortie de l'ornière, il faudra réduire les déficits et substituer à nouveau la dette privée à la dette publique créée. Traiter les causes et les sources de la crise financière demandera des réformes en profondeur, mais ce n'est pas le rôle ni le moment de la politique budgétaire.
3. **Privilégier un impact rapide.** Pour influencer les anticipations des agents, les annonces ne suffiront pas. Il faut que les résultats de la politique budgétaire soient les plus immédiats pour que

chacun puisse constater qu'elle modifie la donne. Le temps est un facteur décisif pour interrompre un processus dépressif déjà engagé. Tout délai se paiera par une impuissance du remède.

4. **Agir sur un large champ de l'économie.** En modifiant concrètement la situation de chacun, l'impulsion budgétaire modifiera les anticipations d'un maximum. Concentrée sur certains, elle tarderait à changer le contexte le temps que le surcroît d'activité rejaillisse sur l'économie tout entière. Trop concentrée dans tel ou tel secteur, elle en dépasserait les capacités d'absorption en engendrerait des tensions locales très paradoxale dans un ralentissement généralisé. A défaut d'être centralisées et mises en œuvre par des organes fédéraux, les politiques budgétaires des différents pays doivent être coopératives. Ainsi chacun doit renoncer à renforcer ses avantages compétitifs ; c'est là le plus grand danger que portent en elles les propositions de plans sectoriels.

Les baisses d'impôt comme la taxe professionnelle, les cotisations sociales, la CSG sont de bons vecteurs. Ils touchent rapidement les agents concernés et sont facilement réversibles. Les impôts progressifs (IRPP, ISF ou IS) en revanche sont à proscrire, puisqu'ils ne concernent qu'une fraction limitée des individus ou des entreprises, qui sont qui sont par ailleurs plus à l'abri des ravages d'une récession.

Les hausses de dépenses sociales (minima sociaux) apportent des soutiens aux premières victimes. Une plus grande générosité des allocations d'assurance chômage ou un assouplissement des conditions d'indemnisation sont essentielles pour ceux qui subiront l'inévitable hausse du chômage. Pour autant, l'impulsion budgétaire ne doit pas servir de prétexte à engager des réformes structurelles sur la redistribution des revenus, réformes qui demandent un consensus politique sur le long terme et méritent mieux que des décisions dans l'urgence.

L'accélération ou la mise en route de grands projets d'infrastructure ou d'investissement dans l'écologie sont moins faciles à manier – bien que le *New Deal* de Roosevelt reste dans les mémoires comme étant articulé autour de grands travaux. Ils demandent du temps de mise en œuvre (planification, concertation, élaboration), concentrent leurs effets dans un premier temps sur le secteur du BTP et sont ensuite difficilement réversibles. Une fois la crise passée, il faudra les financer et on aura déconnecté la logique de leur rentabilité dans le long terme de leur financement, ce qui ajoutera une difficulté à celles à venir.

La recapitalisation du secteur privé sur le modèle de ce qui a été fait pour les banques par l'achat de titres de dette subordonnées – des prêts à taux fixe dont la date de remboursement est indéterminée – est une autre piste. Cette solution permet de substituer rapidement de la dette publique à de la dette privée sans passer par le budget public, ce qui autorise la mobilisation de montants considérables. Elle est réversible d'autant que les titres subordonnés peuvent être assortis d'une option de rachat et d'un taux d'intérêt croissant dans le temps. Elle soulève néanmoins une question importante, puisqu'elle induit un problème de sélection habituellement pris en charge par les actionnaires privés : comment éviter qu'une entreprise en difficulté et ne pouvant se financer autrement ne fasse appel à ce guichet ouvert au plus grand nombre ?

Xavier Timbeau