



La macro
économie
réinventée

économique
gauche



La macro- économie réinventée

INTRODUCTION

La science économique est en pleine mutation. Des théories et des outils de politique économique longtemps tenus pour hétérodoxes se sont progressivement imposés comme pertinents pour faire face aux crises économiques, sociales et environnementales que doivent notamment affronter les vieilles nations industrialisées.

La présente note a pour objet de présenter aux décideurs publics certaines innovations intervenues dans le champ de la macroéconomie afin qu'ils puissent s'en saisir pour conduire « l'autre politique » attendue par tant de nos concitoyens en France et en Europe.

La situation macroéconomique actuelle présente un caractère inédit. La croissance est faible et le restera sans doute durablement. Les économistes évoquent à ce titre une « **stagnation séculaire** ». Le chômage est persistant dans de nombreuses économies avancées et, lorsqu'il est faible, il l'est pour des raisons peu avouables. Soit des chômeurs découragés ne s'inscrivent plus au chômage, ayant épuisé l'ensemble de leurs droits, soit de larges pans de la population sont en emploi mais bénéficient de contrats de mauvaise qualité (temps partiel subi, contrat zéro heures, etc.). Dans le même temps, les inégalités se creusent, fissurant des sociétés fondées sur une certaine idée du partage et de la solidarité.

Les outils standards de la politique économique, et notamment le pilotage du crédit par le taux d'intérêt, se sont avérés insuffisants pour relancer un régime de croissance à bout de souffle fondé sur l'utilisation intensive des énergies fossiles. L'urgence et le besoin de reprendre la main sur la situation ont conduit théoriciens et praticiens à faire preuve de créativité en proposant de nouvelles solutions.

Cette créativité peut venir à l'appui des organisations qui, conscientes de l'urgence écologique et sociale, cherchent à réinventer les conditions d'intervention des organismes publics. Cela concerne aussi bien les banques centrales qui ont opté pour une intervention plus directe dans l'économie via des mesures dites non-conventionnelles - qu'il est aujourd'hui crédible d'approfondir - que les autorités budgétaires qui doivent vaincre une forme de « timidité » pour orienter l'économie vers un régime de croissance soutenable.

Les principaux enseignements de la nouvelle donne macroéconomique qui nous semblent pertinents pour concevoir et dimensionner des politiques publiques innovantes sont les suivants :

1. Le contexte de taux d'intérêt bas voire négatifs permet d'envisager un programme d'investissements publics ambitieux pour financer la transition environnementale :

La France s'endette à taux négatifs jusque plus de 10 ans de maturité, c'est-à-dire que les investisseurs prêtent plus d'argent à la France qu'elle ne leur en rembourse, tant la signature de la France est jugée sûre par les investisseurs sur les marchés financiers. Cette situation offre une opportunité historique aux gouvernements de mettre en œuvre des programmes d'investissements, par exemple en matière de transition environnementale.

2. Dans ce contexte, l'enjeu du refinancement de la dette publique est relativisé si ce n'est négligeable : selon plusieurs indicateurs de marché et plusieurs grands gestionnaires d'actifs (voir par ailleurs), les taux sont amenés à rester bas ou négatifs (dans tous les cas inférieurs à la croissance) pour au moins 5 ans, voire bien davantage (10-15 ans). En effet, la forte épargne mondiale, due notamment au vieillissement de la population, soutient la demande pour les titres peu risqués de dette souveraine faisant pression à la baisse sur les taux d'intérêt. Par ailleurs, l'intervention des banques centrales sur les marchés limite le potentiel haussier des taux en réduisant le nombre de titres en circulation.

3. Forts de ce constat, certains économistes comme Olivier Blanchard (ex chef économiste du FMI) ou Lawrence Summers (ex Secrétaire au Trésor américain) considèrent qu'une relance budgétaire est une nécessité qui, par ailleurs, ne provoquerait pas de hausse de taux ni ne menacerait la soutenabilité de la dette. D'autres économistes (S. Fischer, ex gouverneur de la Banque centrale d'Israël, P. Hildebrand, ex Président de la Banque Nationale Suisse ou J. Boivin, ex sous gouverneur de la Banque du Canada) soutiennent une approche plus directe en matière de politique monétaire, préconisant que la Banque centrale finance directement l'État ou les ménages. Cette proposition s'inspire d'une approche radicale, appelée Théorie moderne de la monnaie (MMT en anglais, que nous développerons par la suite), qui consiste à rendre à la monnaie son pouvoir discrétionnaire et souverain de financement des déficits publics. Cette solution signifie en pratique que la banque centrale crédite directement les comptes en banque des ménages et des entreprises dans une optique proche de la «monnaie hélicoptère» (voir par ailleurs). Enfin, d'autres économistes, par exemple P. Böfinger en Europe, s'appuient sur cette théorie moderne de la monnaie pour le financement de l'emploi ou des programmes sociaux.

De nombreuses propositions, défendues initialement par des économistes isolées sont aujourd'hui devenues centrales dans le débat intellectuel et sans doute demain dans le débat public français et européen:

- **Une évolution des règles budgétaires européennes, favorables à l'investissement et à la croissance¹ en passant de règles en matière de déficit, vers des règles en matière de dépenses publiques (comme le propose notamment le CAE) ;**
- **Des incitations accrues à l'investissement ou la création de fonds d'investissement spécifiques (en faveur notamment de la transition écologique -comme le Green new deal),**
- **une modernisation des instruments de la politique monétaire, tel que le financement par de la création monétaire du stimulus budgétaire dans une approche dite de théorie monétaire de la monnaie.**

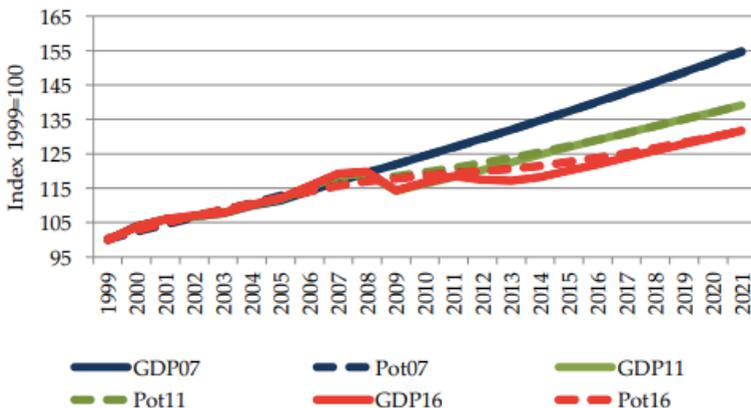
I. LES NOUVELLES RÉALITÉS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

A/ La nouvelle norme économique : croissance faible, taux négatifs, sous-emploi et absence d'inflation.

La croissance faible, voire la stagnation séculaire, est un phénomène observable depuis la crise, en particulier en Europe, mais qui a des racines plus profondes et plus structurelles. Ce concept de stagnation séculaire n'est pas nouveau. Mis en avant par Hansen durant les années 1930, il a été redécouvert récemment par Lawrence Summers² (ancien directeur du Conseil national économique sous Obama et Secrétaire du Trésor US sous Clinton). Il se caractérise par une situation de croissance durablement moins dynamique que sa moyenne d'avant crise, ainsi qu'une croissance de la productivité plus faible liée par exemple à des phénomènes d'offre (la part croissante des technologies du numérique, sous-investissement récurrent dans les infrastructures, contribution moins forte du facteur travail, démographie moins dynamique, etc) mais également de demande (excès d'épargne dans certaines économies, persistance des effets de la crise, mauvaise combinaison de la politique budgétaire et de la politique économique).

Les conséquences sont multiples. En premier lieu, un faible taux de croissance conduit à un niveau de richesse beaucoup plus bas que les tendances antérieures à la crise (cf graphique infra qui montre que la croissance effective actuelle est beaucoup plus faible que celle d'avant-crise). En second lieu, il peut être à l'origine de taux de croissance plus faibles à l'avenir. Le graphique ci-dessous retrace la dégradation progressive du niveau de croissance potentiel évalué en 2007 (bleu), 2011 (vert) et 2016 (rouge)

Figure 2. Revisions to Euro GDP and Potential Trend



D'autre part, la négativité des taux d'intérêt s'est accentuée cette année et reflète des forces profondes (démographie, épargne, etc.). Cette tendance a des origines spécifiques. En particulier, les politiques monétaires non conventionnelles qui, au Japon, puis en Europe (Suisse, Danemark, zone Euro), se sont tout d'abord heurtées au plancher zéro (le niveau de 0% sur les taux d'intérêt), avant de s'orienter, par la suite, « en territoire négatif » afin d'augmenter le stimulus économique. Le raisonnement est simple : plus les taux sont bas, plus les banques se refinancent facilement et sont incitées à prêter à l'économie réelle. Cela est d'autant plus vrai quand les taux sont négatifs car la banque ne peut plus « thésauriser » de la liquidité puisqu'elle perd de l'argent en ne le prêtant pas. De ce point de vue les taux négatifs peuvent être compris comme une taxe sur la liquidité restée oisive pour inciter les banques commerciales à être plus actives sur le marché des fonds prêtables. Ces mesures ont été bénéfiques³, contribuant à éviter un

épisode déflationniste et permettant de déprécier l'euro contre les autres devises internationales pour améliorer la compétitivité des entreprises européennes à l'international.

Les effets de cette abondance de liquidités sur les taux d'intérêt sont renforcés par l'aversion pour le risque des investisseurs, qui, dans le contexte actuel, se portent sur des actifs sûrs comme l'or, l'immobilier, la dette allemande ou la dette française. Ces deux éléments (liquidité surabondante et aversion pour le risque) accentuent la négativité des taux d'intérêt. Ainsi, désormais, plus de 15 trillions de dollars de dette, au niveau mondial, donnent des rendements inférieurs à 0%. La France s'endette « négativement » jusqu'à une maturité supérieure à 10 ans. L'Allemagne n'a quasiment plus de dette qui traite à des niveaux positifs. La relance du programme d'achat de titres de la BCE au 1er novembre accentue encore cette tendance et maintient cet environnement de taux bas, voire négatifs pour une période prolongée.

1. Mesurée notamment par l'écart de production (output gap) c'est à dire la différence entre la croissance potentielle d'une économie (= la croissance d'une économie lorsque les facteurs de production comme le travail et le capital fonctionnent normalement) et la croissance réalisée

2. Lawrence Summers, Reflecting on the new Secular stagnation hypothesis, 2014

3. Cf. Annexe 2 sur la contribution de la politique monétaire de la BCE à l'inflation

MONTANT MONDIAL DE DETTE DONT LES TAUX COTENT SOUS 0%

Sub-zero debt passes \$15tn

Global value of negative-yielding bonds (\$tn)



SOURCES: FINANCIAL TIMES, BLOOMBERG

La négativité des taux d'intérêt présente néanmoins certains risques pour l'économie dans son ensemble. En matière de stabilité financière par exemple, la faiblesse des taux nuit au modèle d'affaires des banques mais aussi des assureurs, les incitant à prendre plus de risques. Dans l'ensemble, les **taux d'intérêt négatifs** - s'ils représentent à la fois une réalité structurelle, et probablement pour longtemps, ainsi qu'une nécessité conjoncturelle - ne présagent pas d'un état stable du système financier. Il s'agit d'un risque qu'il ne faut toutefois pas surestimer mais qu'il convient de prendre en compte.

Un autre risque est celui lié à la situa-

tion de « trappe à liquidité » dans laquelle s'enferme la zone euro, dans la mesure où les ménages et les entreprises ne sont plus stimulés par les taux d'intérêt tant la liquidité est abondante. En temps normal, le taux d'intérêt est l'aiguillon de l'investissement. Cette période de taux bas entraîne par ailleurs une augmentation des firmes dites « zombies », qui ne seraient pas productives dans un autre environnement de taux. Ces entreprises (ou banques) nuisent à la productivité globale en limitant la réallocation des facteurs de production ou en favorisant leur concentration. Cet autre élément contextuel doit inviter les décideurs politiques à réagir.

Enfin, dernière caractéristique de la nouvelle macroéconomie actuelle : l'équilibre de **sous-emploi** qui témoigne d'une transformation profonde de nos économies et de nos modes de production, comme d'une gestion contra-cyclique incapable de purger les effets de la crise. Le sous-emploi que nous connaissons actuellement est encore très élevé (un peu plus de 35 millions de personnes sont actuellement au chômage en zone euro). Ces phénomènes s'expliquent tant par de traditionnels problèmes de demande d'emploi que par la transformation de l'emploi en tant que tel (contrats courts, plateformes, etc.).

Cette tendance boucle avec l'inflation, puisqu'en l'absence de pression salariale liée à la hausse de l'emploi, celle-ci ne réagit plus à l'évolution du chômage. La courbe de Phillips, qui relie ces deux variables, est plate ; autrement dit, la baisse du chômage ne provoque plus de hausse de l'inflation. Il s'agit d'un point fondamental car, sans un niveau minimal d'inflation, point de résorption des valeurs réelles des dettes et surtout beaucoup plus de risques d'entrer en déflation, dont l'effet sur l'activité peut être dévastateur.

En outre, la rupture de la relation entre l'inflation et le chômage casse l'outil traditionnel de travail des banques centrales. Cette rupture résulte d'importantes forces structurelles : démographie et vieillissement, transition

vers le numérique qui provoque une baisse des prix, concurrence internationale accrue qui maintient les prix à la baisse, ou encore perte d'influence des syndicats dans les négociations salariales.

B/ Malgré le contexte de taux d'intérêt négatifs, les autorités budgétaires peinent à se mobiliser efficacement notamment en Europe.

Les récentes évolutions de l'économie mondiale ne font pas évoluer les Etats membres, qui restent réticents à toute forme de soutien à la demande malgré le niveau des taux d'intérêt. Autrement dit, alors que le coût de l'endettement est en chute libre (voire même que les investisseurs concèdent à perdre de l'argent pour prêter aux Etats), alors que la faible croissance le requiert et que Mario Draghi en mesure l'importance, les membres de la zone euro refusent obstinément d'utiliser le levier budgétaire.

Les économistes des principales institutions internationales (FMI, OCDE, BCE), dont le consensus s'est progressivement déplacé vers une plus forte intervention publique invitent régulièrement les gouvernements des économies disposant de marges de manœuvre à agir. Cela semble d'autant plus urgent que les risques de récession économique que connaissent l'Allemagne ou l'Italie devant les difficultés de leur secteur manufacturier devraient inciter à une relance coordonnée.

La macroéconomie réinventée

donnée européenne.

Dans ce contexte, le ministre de l'économie allemand O. Scholtz tente trop prudemment de faire évoluer la technostructure allemande, défendant dorénavant un « budget solide » et non plus un « déficit zéro » (schwarze Null) tandis que les Pays-Bas envisagent de créer un fonds d'investissement public de 50 Mds EUR financé par de l'endettement pour développer certains secteurs qui manquent cruellement de capitaux comme l'intelligence artificielle.

Ce stimulus budgétaire qui se fait attendre constitue donc à la fois une nécessité, compte tenu de l'état de la conjoncture, mais aussi une opportunité, compte tenu du niveau des taux d'intérêt.

II/ LE RENOUVEAU CONCEPTUEL DE LA MACROÉCONOMIE MODERNE TARDE À TROUVER UNE TRADUCTION PRATIQUE MALGRÉ L'URGENCE SOCIALE ET ÉCOLOGIQUE.

A/ Le consensus économique évolue radicalement.

Le cadre macroéconomique traditionnel, issu de la période dite de « grande modération », qui prônait une gestion active du cycle par la banque centrale tandis que la politique budgétaire faisait effet via ses stabilisateurs automatiques, est quasiment dépassé. D'un côté, la politique monétaire semble atteindre ses limites - taux négatifs, tailles des bilans très importantes, sortie complexe des mesures non-conventionnelles - tandis que, de l'autre, la politique budgétaire, si ces marges de manœuvre ne sont pas nécessairement considérables, ne prend pas le relai, alors que la situation l'impose et le rend financièrement acceptable.

Dans ce contexte, une note d'O. Blanchard⁴ ancien chef économiste du FMI, a relancé le débat sur l'utilisation de l'outil budgétaire pour soutenir l'activité économique et pour augmenter la croissance potentielle de long terme et ainsi éviter une stagnation durable. Il postule que l'écart entre le taux d'intérêt moyen sur la dette (r) et le taux de croissance de l'économie (g) est historiquement négatif. Or, cet

indicateur (« $r-g$ ») constitue une mesure pertinente de la soutenabilité de la dette. Dès lors, si le taux de croissance est supérieur au taux d'intérêt cela implique que l'Etat peut s'endetter sans risquer de mettre en péril la soutenabilité du financement de sa dette.

Autrement dit, une politique de soutien à la demande par l'endettement peut être souhaitable, si l'on prend la peine de sélectionner avec soin des investissements de qualité.

Dans ce contexte, du point de vue académique, l'utilisation de la politique budgétaire est non seulement souhaitable dans toutes ses dimensions (augmenter la croissance potentielle via un programme multi annuel d'investissements, réduire les inégalités, etc.)⁵ mais également de manière coordonnée, tant avec la politique monétaire qu'entre Etats⁶. Le graphique ci-dessous montre que en Europe, selon le fonds d'investissement Blackrock, seules la Grèce et l'Italie ne disposent pas d'espace budgétaire pour s'endetter. L'ensemble des autres pays sont en mesure de financer des plans d'investissements pour créer un nouveau sentier de croissance.

4• Olivier Blanchard, Public debt and low interest rates, 2018

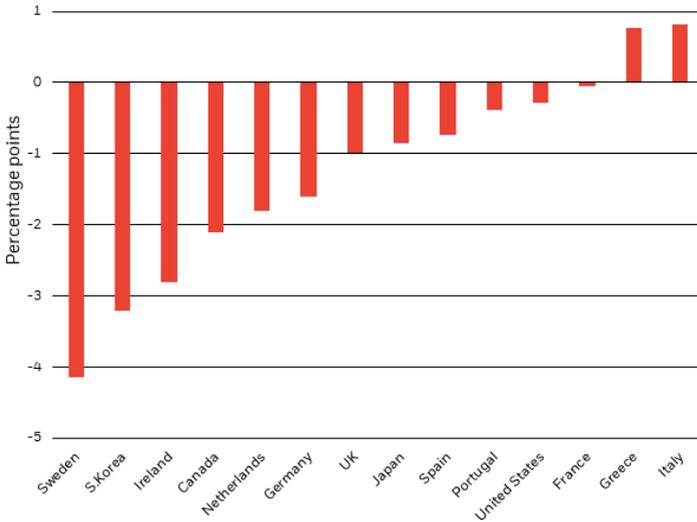
5• Ubide, The case for an active fiscal policy, 2019

6• Blanchard, Summers, Evolution or revolution : an afterward, 2019

ESPACE BUDGÉTAIRE DANS LES ÉCONOMIES AVANCÉES : UNE APPRÉHENSION DU R-G (BLACKROCK, 2019)

Room to borrow and spend

DM real rates minus GDP growth, 2018



SOURCES: BLACKROCK, DEALING WITH THE NEXT DOWNTURN: FROM UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY TO UNPRECEDENTED FISCAL COORDINATION, 2019

D'autres voies - notamment monétaires - sont évoquées pour augmenter la croissance et réduire le sous-emploi dans ce nouveau contexte macroéconomique. Des mesures existent en effet pour rendre directe la politique monétaire. Les propositions de monnaie hélicoptère qui datent de M. Friedman⁶, plus récemment reprises par B. Bernanke⁷, ancien Chairman de la Réserve fédérale américaine, consistent en une dotation en monnaie directement aux ménages ou aux entreprises - sans passer par le canal du crédit bancaire - afin que ceux-ci consomment et

investissent directement. Jamais expérimentée, cette proposition vise à stimuler la demande et, donc, l'emploi et l'inflation par un soutien direct à la consommation et à l'investissement. Dans ce contexte, il est à noter que, selon certains économistes, les effets d'un stimulus financé par la création monétaire seraient plus élevés qu'un stimulus budgétaire financé par la dette. ⁸

Une autre approche est prônée par P. Böfing, qui défend une vision modérée de la théorie moderne de la monnaie⁹ (Modern Monetary Theory,

MMT) selon laquelle il faut privilégier les résultats aux postures. Critiquée par de nombreux économistes, cette école théorique, très en vogue aux Etats-Unis, postule qu'un Etat qui a le pouvoir de battre monnaie ne peut pas faire faillite et donc peut financer, par la création monétaire, tout programme d'investissement ou tout programme social (cf. les papiers des économistes du Levy Institute¹⁰).

La principale critique de cette théorie, soulevée par Krugman¹¹ notamment, repose sur les risques inflationnistes d'une telle politique de création monétaire, ainsi que les risques, à très long terme, de hausse de taux. Les effets distributifs importants qu'elle pourrait entraîner sont également critiquables, de même que ses conséquences théoriques potentielles, par exemple à l'extrême l'abandon de l'impôt sur le revenu ou le patrimoine puisque l'Etat peut financer par la monnaie son activité.

Cette conception de la monnaie et de la souveraineté de l'Etat, défendue par la MMT, admet toutefois des approches plus spécifiques qui sont particulièrement intéressantes. Le fi-

nancement par la création monétaire d'une garantie emploi (ou d'un employeur en dernier ressort) n'est pas sans intérêt¹². Il s'agit de financer par la banque centrale des programmes sociaux, voire des emplois directement (à l'image des territoires zéro chômeur en France par exemple), pour les chômeurs faisant partie de ce chômage compressible avant que l'inflation n'augmente. De la sorte, la banque centrale financerait les salaires de ces chômeurs, leur permettant de retrouver de l'emploi, jusqu'à ce que le taux de chômage atteigne son niveau neutre au-delà duquel l'inflation augmente.

En somme, ces deux approches privilégient un lien direct entre création monétaire et stimulus de la demande, rénovant ainsi les approches intermédiaires de la politique monétaire, actuellement prédominantes. Elles participent d'une remise en question des fondements de la politique économique actuelle, tandis que les papiers de Blanchard et Summers prônent une approche très pragmatique de la politique budgétaire, approfondissant ainsi - ou à tout le moins recontextualisant - la doctrine actuelle de gestion du cycle économique.

7• C'est à dire, créer un lien direct entre la banque centrale et les citoyens, et ne plus la faire agir via le canal des banques ou des marchés, qui polluent parfois sa transmission.

8• Friedman, *The optimum quantity of Money*, 1969

9• Bernanke, *What tools does the Fed has left ?*, 2016

10• Gali, *The effects of a money financed fiscal stimulus*, 2019

11• Bofinger, *Modern monetary theory : the dose makes the poison*, 2019

12• Tymoigne, *Wray, MMT 101*, 2013

B/ Différentes déclinaisons opérationnelles de ces nouvelles approches émergent dans le débat public.

Sur le plan de l'analyse du cycle et du cadre de gouvernance budgétaire européen tout d'abord, de nombreuses critiques portent sur l'estimation faite de **l'écart de production** au sein de la zone euro. Cet indicateur, qui mesure la position de l'économie dans le cycle en comparant la croissance effective à son niveau potentiel, est à la base des recommandations de la Commission européenne, ou bien du calcul du déficit structurel. Or, cet indicateur contient des biais statistiques et théoriques voire idéologiques très forts qui nuisent à son utilisation comme référence de premier ordre sur certains sujets.

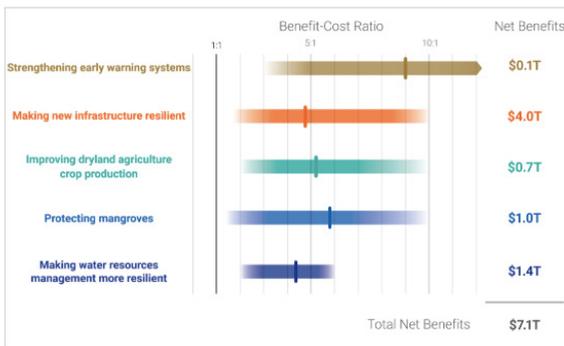
Ainsi, la « Campagne contre l'écart de production absurde » (#CANOO en anglais) menée par Robin Brooks¹³ ou encore Adam Tooze montre que l'écart de production tel que mesuré par la Commission européenne justifie le fait que l'Italie, par exemple, serait dans la même position cyclique que l'Allemagne (malgré des niveaux de taux de chômage complètement divergents). Supprimer de tels indicateurs constituerait une bonne base opérationnelle pour appréhender la position des économies européennes dans le cycle et partant des mesures contra-cycliques nécessaires.

Plus encore, les réformes des règles budgétaires européennes constituent une priorité pour revoir l'orientation de la politique budgétaire en zone euro. Les propositions de ciblage, non du déficit ou du déficit structurel, mais par exemple d'un niveau de dépenses publiques, constitueraient une amélioration substantielle¹⁴. Une réforme d'ensemble du cadre budgétaire européen semble donc un préalable pour adapter nos politiques économiques en prenant en compte les dernières avancées de la recherche en macroéconomie.

Sur le plan de l'investissement budgétaire, différents programmes d'investissements sont défendus dans le débat public. Un exemple parmi d'autres est celui de la Commission mondiale pour l'adaptation, menée notamment par Ban Ki Moon et Bill Gates, qui propose un grand plan d'investissement pour réussir la transition écologique¹⁵. Le montant de 1,7 trillions de dollars, représente moins de deux fois le déficit annuel américain, pourrait ainsi, selon cette étude permettre d'économiser 7 trillions de dollars d'ici 10 ans en fiabilisant les systèmes d'alerte mondiaux concernant les risques environnementaux, en investissant dans les systèmes d'irrigation, en renforçant les infrastructures existantes ou encore en protégeant les mangroves et les systèmes de gestion de l'eau.

D'autres plans d'investissements existent, d'autres projets ou secteurs ont besoin de financement - on peut par exemple penser au **Green New Deal** proposé par Noah Smith, journaliste de référence sur Bloomberg¹⁷, composé notamment d'un budget annuel de 30 Mds USD. Celui-ci a le mérite de rassembler des leaders mondiaux, sur un domaine au sein duquel des investissements sont nécessaires et indispensables. En somme, sans soutenir à nouveau un plan d'investissement en Allemagne et aux Pays-Bas, dont les effets positifs sur les autres économies de la zone euro sont bien connus¹⁸, il est possible de trouver des terrains d'entente entre Etats membres autour de programmes ayant un impact européen.

LES EFFETS D'UN PLAN D'INVESTISSEMENT COMMUN ET COORDONNÉ DANS DIFFÉRENTS DOMAINES DE L'ADAPTATION AU CHANGEMENT CLIMATIQUE :



Adaptation can deliver high rates of return, bringing multiple benefits to people and the economy

Our research finds that investing \$1.8 trillion globally in five areas from 2020 to 2030 could generate \$7.1 trillion in total net benefits. The five areas we consider are early warning systems, climate-resilient infrastructure, improved dryland agriculture, mangrove protection, and investments in making water resources more resilient. This represents only a portion of the total investments needed and total benefits available.

SOURCES: GCA, ADAPT NOW: A GLOBAL CALL FOR LEADERSHIP ON CLIMATE RESILIENCE, 2019

Enfin, pour faire le lien entre les deux points évoqués précédemment (désintermédiation de la politique monétaire et investissement budgétaire), un récent papier produit par le premier gestionnaire d'actifs au niveau mondial, Blackrock, propose de désintermédier les outils et notamment que la politique monétaire finance directement le compte que la banque centrale pour le trésor afin que celui-ci puisse investir le montant d'argent défini par la banque centrale. Les investissements financés par création monétaire. L'idée consiste, du point de vue de la banque centrale, à estimer le montant de stimulus budgétaire nécessaire pour atteindre le niveau de croissance et d'inflation ou de chômage ciblé, et de créditer le compte du Trésor auprès d'elle de ce montant.

La macroéconomie réinventée

De la sorte, il n'y a ni augmentation du déficit, ni risque de mauvais dosage, ni perte d'indépendance. Blackrock propose même un outil opérationnel pour cela, appelé Standing Emergency Fiscal Facility (SEFF).

Conclusion

Cette note a souhaité mettre en avant les évolutions majeures que connaît la macroéconomie actuelle, en particulier l'évolution du rôle donné à la politique budgétaire - plus interventionniste - comme celui donné à la politique monétaire - vers la **théorie moderne de la monnaie**.

Ces évolutions répondent à un changement profond de nos économies, moins riches en emploi et en croissance, qui rendent caduques les enseignements d'une certaine orthodoxie économique.

Au delà, cette note montre que dans le contexte actuel de croissance faible, de sous-emploi et de taux négatifs, les décideurs publics et notamment les parlementaires devraient, en France, comme en Europe, entamer une réflexion sur les nouveaux outils économiques à leur disposition (relance budgétaire, investissements verts, théorie moderne de la monnaie, monnaie hélicoptère, employeur en dernier ressort) pour sortir de cette trappe à pauvreté, en s'appuyant sur les avancées de la macroéconomie.

13• Krugman, What's wrong with functional finance ?, 2019

14• Tcherneva, Unemployment : the silent Epidemic, 2017

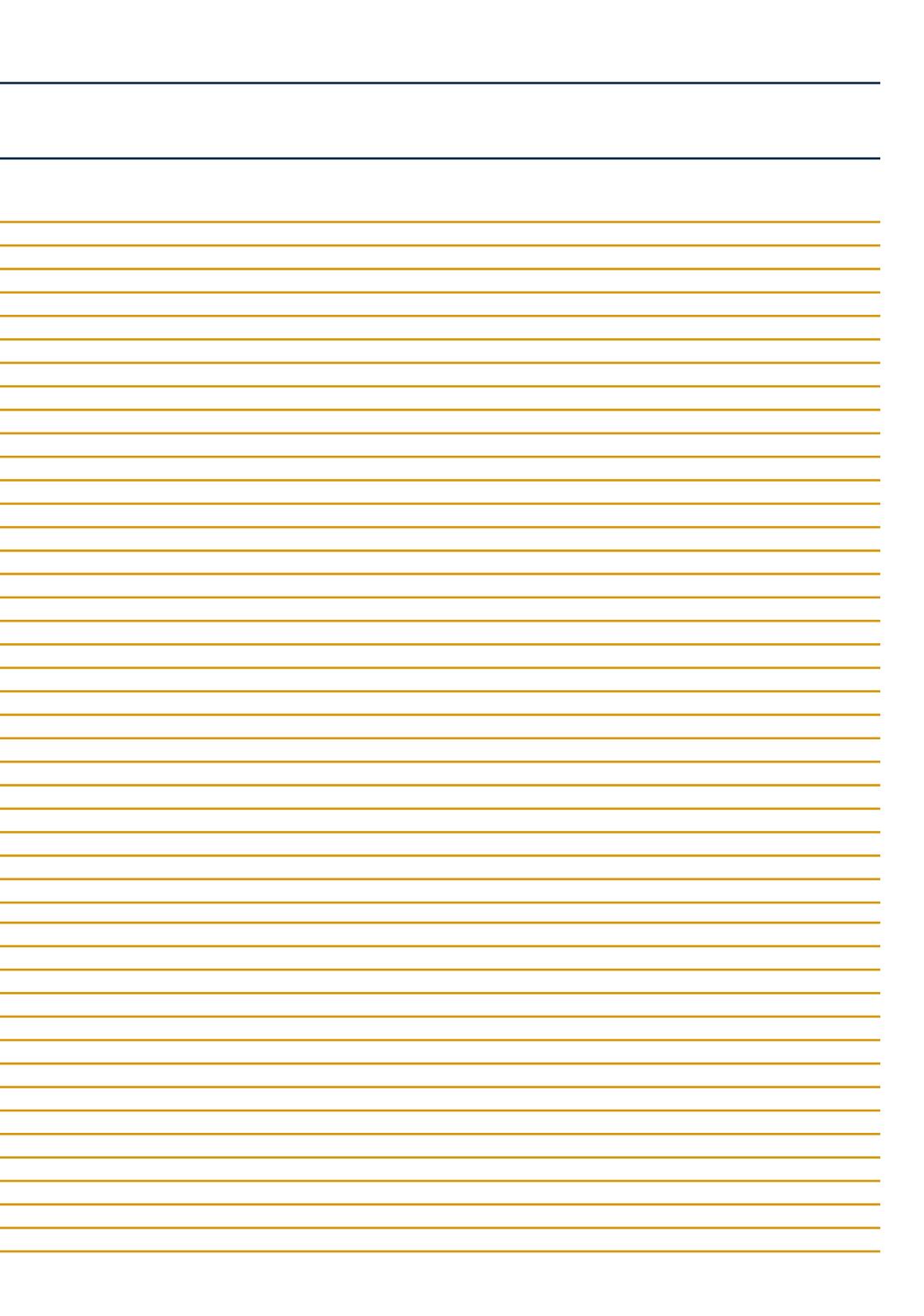
15• Institute of International Finance, Campaign against nonsens output gaps, 2019

16• CAE, European Fiscal rules require a major overhaul, 2018

17• GCA, Adapt now : a global call for leadership on climate resilience, 2019

18• Noah Smith, How to design a Green New Deal that isn't over the top, 2019

19• FMI, Das Public Kapital : how much would higher German public investment help Germany and the Euro area, 2014





<https://hemispheregauche.fr>

f @hemispheregauche **t** @h_gauche

tél. : 06 62 40 01 61

hémisphère