

Date de l'épreuve : 13 décembre 2023
Nature de l'épreuve : Pratique et/ou Théorique
Durée de l'épreuve : 3 heures
Documents autorisés : Aucun (sauf dictionnaire bilangue)

Les téléphones portables et autres appareils de communication doivent être éteints et déposés avec les affaires personnelles de l'étudiant. **Toute sortie est définitive**, excepté en cas de *force majeure*, et l'étudiant doit obligatoirement rendre sa copie avant de quitter la salle. La pause « toilettes » n'est pas un cas de *force majeure*, sauf certificat médical en sens contraire.

1. LISEZ LE TEXTE CI-JOINT ET REPONDEZ AUX QUESTIONS SUIVANTES : (10 POINTS)

Olivier Blanchard, ancien chef économiste du FMI, tire la sonnette d'alarme sur la dette

Le Monde, 11 novembre 2023

L'affaire commence par une plaisanterie d'économistes, et c'est Jean Pisani-Ferry qui la fait sur X (anciennement Twitter). « Une citation de Keynes que j'adore est "Quand les faits changent, je change d'avis. Que faites-vous, Monsieur ?" Comme l'illustre ce court article du Peterson Institute, Olivier Blanchard est définitivement un économiste keynésien », écrit Jean Pisani-Ferry.

Olivier Blanchard, 74 ans, est keynésien depuis toujours, quand plus personne ne l'était ou presque. L'ancien économiste en chef du Fonds monétaire international (2008-2015) était de ceux qui avaient reproché, après la grande faillite financière de 2008 et lors de la crise des dettes souveraines, un soutien budgétaire trop timoré aux économies occidentales, en raison de l'obsession de l'équilibre budgétaire. Il fait aussi partie de ceux qui ont mis en garde sur le retour de l'inflation dans la foulée de la pandémie de Covid-19, notamment lors de l'adoption du plan de soutien jugé excessif et à contretemps de Joe Biden en mars 2021. Un pedigree donc impeccable pour un économiste modéré et fort influent outre-Atlantique.

Et voilà que, dans un texte publié récemment, Olivier Blanchard réalise une volte-face magistrale sur la dette et les déficits publics. En cause, l'envolée des taux d'intérêt à long terme américains, qui ont dépassé 5 % courant octobre, du jamais vu depuis 2007, et sont aujourd'hui à plus de 4,5 %.

« [Les marchés financiers prédisent que les taux resteront élevés à long terme. S'ils ont raison], les ratios de dette publique augmenteront pendant un certain temps. Nous devons nous assurer qu'ils n'explorent pas », écrit Olivier Blanchard. « Je n'avais certainement pas prévu l'envolée des taux », confie au Monde l'économiste, qui reprend à son compte la plaisanterie de Pisani-Ferry. « A titre personnel, je pense que les marchés se trompent, mais il est trop dangereux de faire ce type d'hypothèse. Si j'étais ministre des finances, je devrais présenter un plan budgétaire cohérent. »

L'affaire fait déjà très mal aux Etats-Unis. Pour l'exercice clos le 30 septembre 2023, les dépenses d'intérêts sur la dette américaine ont bondi de 184 milliards de dollars (172 milliards d'euros) pour atteindre 659 milliards de dollars, soit 2,4 % du PIB. Le taux moyen de la dette américaine est actuellement de 2,97 %. Et l'addition risque de s'amplifier, avec la hausse des taux. Pour éviter d'hypothéquer trop durement l'avenir, le Trésor américain a décidé de s'endetter moins que prévu à dix ans et trente ans, privilégiant des durées de deux à cinq ans et en espérant que le loyer de l'argent allait retomber.

« Ce qu'il faut en effet éviter à tout prix, c'est l'explosion de la dette, qui se produirait si les déficits primaires ne disparaissaient pas », écrit Olivier Blanchard. Plus facile à dire qu'à faire : « L'assainissement budgétaire (c'est-à-dire la baisse rapide des déficits publics) est confronté à deux défis. Premièrement, la nécessité de supprimer des programmes populaires ou d'augmenter des impôts impopulaires. Deuxièmement, le risque d'une contraction durable de la demande globale, générant une hausse du chômage. ».

L'économiste s'inquiète déjà d'un Occident qui s'infligerait une nouvelle cure d'austérité. « Le tournant radical vers l'austérité budgétaire, qui a eu lieu de 2010 à 2014 en Europe et qui est largement considéré aujourd'hui comme ayant été trop rapide, entravant la reprise européenne, devrait servir de mise en garde », écrit Olivier Blanchard, qui note que les pays développés doivent de surcroît financer la défense et la transition énergétique. « Il faut faire les choses lentement, calmement », décrypte l'économiste. « Je vois les règles budgétaires discutées à Bruxelles et je suis un peu inquiet », poursuit Olivier Blanchard, déplorant en particulier l'obligation de réduire la dette dans un délai précis : « Cela me paraît rigoureusement impossible. » « Si une telle règle est introduite, elle sera soit violée, au détriment de la crédibilité des nouvelles règles, soit elle entraînera des conséquences économiques et politiques catastrophiques, sans parler d'une probable réduction des investissements verts publics indispensables », écrit l'économiste sur son blog.

Quant aux Etats-Unis, la situation y est hors de contrôle. Les républicains refusent toute hausse d'impôts – et Joe Biden y est lui aussi largement opposé, refusant de taxer les ménages gagnant moins de 400 000 dollars par an. Nul ne veut s'attaquer aux dépenses sociales, la retraite par répartition (la Social Security) et les dépenses publiques de santé pour les personnes âgées Medicare. Enfin, le financement la transition énergétique se fait à coups de subventions budgétairement très coûteuses. « En ce qui concerne les Etats-Unis, où le déficit primaire est d'environ 4 % et où les taux semblent supérieurs à la croissance, le défi est encore plus grand. Et compte tenu du dysfonctionnement actuel du processus budgétaire, il faut craindre que l'ajustement n'ait pas lieu de sitôt. Le taux d'endettement devrait donc augmenter pendant un certain temps. Il faut espérer qu'il n'explosera pas un jour », s'inquiète pudiquement Olivier Blanchard dans son texte.

Les Etats-Unis disposent d'une telle puissance économique avec le dollar et leur technologie que nul ne veut croire à la possibilité rapide d'une grave crise financière. Pourtant, glisse l'économiste, « il existe des scénarios assez terrorisants qu'on peut imaginer ». Par exemple celui d'un Donald Trump réélu, qui nommerait à la tête de la banque centrale, la Fed, un président acceptant de monétiser le déficit budgétaire américain (en créant de la monnaie) et ferait s'envoler les anticipations d'inflation.

Questions

1.1. (1 point). Selon vous, que veut dire le journaliste quand il affirme qu'Olivier Blanchard est un économiste « keynésien depuis toujours » ?

Le journaliste se réfère aux divergences de vues entre macroéconomistes qui ont lieu depuis les années 1970, notamment depuis le développement des travaux théoriques des monétaristes (Milton Friedman) et des nouveaux classiques (Robert Lucas, Robert Barro). Ces derniers ont montré théoriquement que les politiques macroéconomiques de relance (politiques budgétaires et monétaires) pouvaient être inefficace et risquaient de n'avoir pour seul effet à moyen terme que d'augmenter l'inflation. Olivier Blanchard, au contraire, a régulièrement encouragé des politiques macroéconomiques de grande ampleur pour soutenir la croissance, notamment après les crises financières de 2008 et la pandémie de COVID-19.

1.2. (1 point). Qu'est-ce qu'un déficit primaire ?

Le déficit primaire est le déficit public net du service de la dette (c'est-à-dire sans compter le paiement des intérêts de la dette publique). Les intérêts sur la dette publique étant une dépense contrainte résultant des choix de politique budgétaire passés, le déficit primaire traduit - mieux que le déficit public global - les décisions de politique budgétaire conjoncturelle.

1.3. (2 points). Présentez l'équation permettant de déterminer la dynamique de la dette (B) publique en proportion du PIB (Y), avec le taux de croissance (g) et le taux d'intérêt réel (r).

La variation de la dette d'une année sur l'autre (de t-1 à t) est égale au paiement des intérêts de la dette plus le solde primaire. En notant B_t la dette à l'année t, r le taux d'intérêt réel, G_t la dépense publique et T_t les recettes publiques, on a :

$$B_t - B_{t-1} = rB_{t-1} + (G_t - T_t)$$

En rapportant ces grandeurs au PIB (Y), on obtient après quelques manipulations :

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Où g est le taux de croissance du PIB. L'accroissement du ratio de la dette sur le PIB est donc égal à (r-g) que multiplie le ratio de la dette sur le PIB en (t-1) plus le solde primaire courant rapporté au PIB.

Notons que (r-g) peut être négatif : la dette rapportée au PIB peut se résorber sans nécessiter d'excédent primaire, dès lors que la croissance économique est forte et les taux d'intérêt réels sont faibles.

1.4. (1 point). Pourquoi la hausse des taux d'intérêt risque de faire « exploser » les ratios de dette publique ?

On le voit à la question précédente : une hausse du taux d'intérêt alourdi le service de la dette. Le remboursement de la dette pèse plus sur les comptes publics, si bien que le poids de la dette dans le PIB risque d'augmenter rapidement, à moins de réduire fortement le déficit primaire (voire de dégager des excédents primaires).

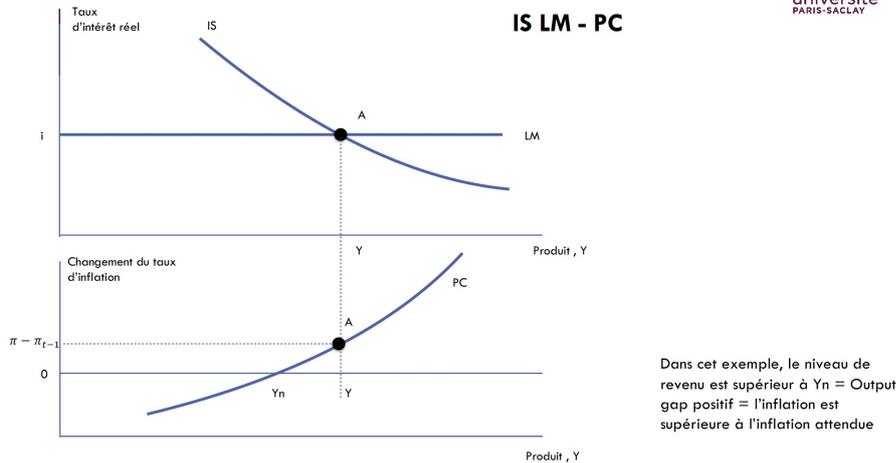
Il y a aussi un autre effet, indirect. La hausse des taux décourage l'investissement et la consommation. La baisse de la demande qui en résulte ralentit alors la croissance économique. Or les recettes fiscales sont - pour l'essentiel - proportionnelles aux revenus, et les dépenses sociales (indemnités chômage notamment) augmentent lorsque l'activité ralentit. La hausse des taux tend donc à réduire le solde primaire (G-T) et donc à augmenter la dette.

1.5. (1 point). En quoi le fait que les taux d'intérêt soient « supérieurs à la croissance » pose-t-il problème ?

L'équation de la question 1.3 le montre clairement. Lorsque le taux d'intérêt réel (r) est supérieur à la croissance (g), le poids de la dette dans le PIB tend à augmenter mécaniquement. Dans un contexte où les pays développés (et notamment la France) ont accumulé des dettes importantes, le risque d'une augmentation rapide de l'endettement est à craindre.

1.6. (2 points). Présentez graphiquement le modèle ISLM-PC

ISLM-PC combine les relations d'équilibre à court terme du marché des biens et de la monnaie (ISLM) et les dynamiques de moyen terme entre le niveau du PIB (ou plutôt de l'output gap – l'écart au PIB au PIB naturel), et l'inflation.



1.7. (1 point). Pourquoi « monétiser » le déficit budgétaire risquerait-il de faire s'envoler les anticipations d'inflation, et pourquoi l'envolée des anticipations d'inflation est-il problématique ?

Monétiser le déficit budgétaire revient à créer de la monnaie pour financer le déficit public. En pratique, dans nos économies modernes, cela passe par des politiques monétaires (de la banque centrale) non-conventionnelles où la banque centrale achète (directement ou indirectement) des bons du trésor public. Cela implique de créer de la monnaie (d'injecter des liquidités), ce qui tend à favoriser l'inflation. Afficher la volonté de mener ce type de politique peut alors conduire les agents à réviser leurs anticipations d'inflation à la hausse. Or, la théorie économique (la courbe de Phillips) nous indique que les anticipations d'inflation ont un caractère auto-réalisateur : l'inflation effectivement observée dépend de l'inflation anticipée. Si les agents anticipent une hausse de l'inflation, on risque effectivement d'avoir une poussée inflationniste. Il sera alors long et difficile de « ré-ancrer » les anticipations.

1.8. (1 point). Pourquoi « l'assainissement budgétaire » risque-t-il de « générer une hausse du chômage » ?

Un « assainissement budgétaire » correspond à une réduction des déficits publics et une baisse du niveau d'endettement des états. Dans un contexte de faible croissance et de taux plus élevés que par le passé, cela ne peut se faire qu'avec une amélioration du solde primaire (baisse des dépenses publiques et/ou hausse des impôts). Comme le suggère le modèle ISLM, cette contraction budgétaire risque de ralentir l'activité économique et donc accroître le chômage.

2. EXERCICE (5 POINTS)

Considérez une petite économie de la zone euro. Par simplicité, on considère que cette économie fermée aux échanges extérieurs et que les principaux agrégats sont représentés par les équations suivantes (en suivant les notations habituelles). Ici, le montant des dépenses publiques, tout comme les recettes fiscales sont définis en proportion du revenu national.

$$C = 40 + 0,30 (Y - T)$$

$$I = 30 + 0,15 Y - 105 i$$

$$G = 0.26 x Y$$

$$T = 0.2 x Y$$

$$i = 0.02$$

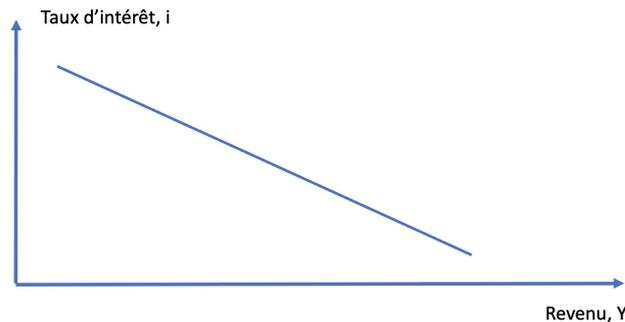
2.1. (1 point) Déterminez la relation IS et représentez graphiquement (de manière stylisée) la demande en fonction du revenu Y. (1 pt)

IS est une relation entre le revenu (Y) et le taux d'intérêt (i) qui correspond aux équilibres possibles du marché des biens et service.

L'équilibre sur le marché des biens et services s'écrit :

$$Y = C + I + G$$
$$Y(1-0,65) = 70 - 105i$$

$$\text{On a donc : } Y = 200 - 300i$$



2.2 (1 point) Calculez le niveau du PIB (Y) d'équilibre. Calculez le montant du déficit public. Quel est le montant du déficit en % du PIB ?

Avec l'équation de IS et $i = 0,02$, on a $Y = 194$

Cela nous donne les valeurs des recettes fiscales et des dépenses publiques :

$$T = 38,8 \text{ et } G = 50,44$$

Le solde budgétaire est bien un déficit : $G - T = 11,64$

En % du PIB, le déficit public est : $100 * (11,64 / 194) = 6\%$

2.3 (1 point) Un choc économique entraîne une augmentation soudaine de l'inflation dans une des grandes économies de la zone euro. En réaction, la banque centrale européenne augmente les taux à 3% ($i = 0.03$). Calculez de combien le gouvernement de notre petit pays doit augmenter son déficit (en % du PIB) pour maintenir son PIB au niveau initial.

Supposons que l'ajustement du déficit public passe par une hausse des dépenses publiques.

Réécrivons IS, sans préciser le montant des dépenses publiques :

$$Y = C + I + G$$

$$Y = 40 + 0,30(Y - 0,2Y) + 30 + 0,15Y - 105i + G$$

$$Y = 70 + 0,24Y + 0,15Y - 105i + G$$

$$0,61Y = 70 - 105i + G$$

$$\text{Donc } G = 0,61Y - 70 + 105i$$

On a $i = 0,03$ et Y qui reste à son niveau initial $Y = 194$. On a donc :

$$G = 0.61 * 194 - 70 + 105 * 0.03 = 51,49$$

Le déficit public (G-T) passe donc à $51,49 - 38,8 = 12,69$, soit **6.54% (= 12,69/194) du PIB**.

2.4 (2 points) Est-ce que ce montant de déficit peut satisfaire les critères du pacte européen de stabilité et de croissance ? Quel enseignement tirez-vous de cet exemple quant à la pertinence des règles de fonctionnement de la zone euro ?

Le pacte de stabilité et de croissance impose de maintenir un déficit public en deçà de 3% du PIB. Avec 6,54% de déficit, notre pays atteint presque le double. Donc, non, ce déficit ne satisfait pas les critères du pacte européen de stabilité et de croissance (mais le déficit initial non plus). Cet exemple illustre l'un des difficultés du fonctionnement de la zone euro. La monnaie unique impose une politique monétaire unique si bien qu'un choc inflationniste dans un pays entrainera une hausse des taux (et un effet négatif sur la conjoncture économique) dans tous les pays de la zone euro. D'un autre côté, les politiques budgétaires sont de la responsabilité des Etats membres. Pour limiter les conséquences d'une politique monétaire restrictive correspondant à choc dans un autre pays de la zone, il peut être nécessaire de mettre en place une politique budgétaire et donc déroger aux règles budgétaires de la zone euro. Cet exemple montre que les règles de fonctionnement de la zone euro ne manquent pas de pertinence mais doivent être appliquées avec souplesse pour laisser suffisamment de liberté d'action à la politique budgétaire.

3. PETITES QUESTIONS (5 POINTS)

3.1 (1 point). Qu'est-ce que la déflation ? Qu'est-ce qu'une spirale déflationniste ?

Une déflation est une situation où l'inflation est négative : le niveau général des prix baisse. Cette situation risque de plonger les économies dans une spirale déflationniste, où la baisse des prix s'auto-entretient. En effet, la baisse des prix peut conduire les ménages et les entreprises à repousser leurs achats et investissements dans le temps : parce qu'il peut être profitable d'attendre un peu que les prix baissent encore, mais aussi parce que la baisse des prix réduit le rendement des investissements. Cette baisse de la demande entretient naturellement la diminution des prix.

3.2 (1 point). Qu'est-ce que le NAIRU ?

NAIRU signifie « non accelerating inflation rate of unemployment ». C'est donc le niveau du taux de chômage qui permet de ne pas accélérer l'inflation. C'est un niveau de chômage qui peut être estimé à partir d'une équation théorique de la courbe de Phillips. Dans sa version « accélératrice », la courbe de Phillips associe le taux de chômage à la variation de l'inflation. Un chômage faible exerce une pression à la hausse des salaires et reflète une situation de forte croissance économique, avec une demande forte qui pousse à la hausse des prix. Inversement quand le chômage est faible. Le NAIRU est donc le niveau du chômage qui correspond à un certain équilibre sur les marchés du travail et des biens et services. Au final, le NAIRU est une mesure du taux de chômage naturel ou structurel.

3.3 (1 point). Définissez le chômage au sens du BIT

Un chômeur, au sens du BIT, est une personne en âge de travailler, n'ayant pas exercé d'activité la semaine de référence, mais disponible pour prendre un emploi dans les deux semaines et qui cherche activement un travail ou en a déjà trouvé un qui commence dans moins de 3 mois.

3.4 (1 point). Expliquez l'intérêt pour les banques centrales d'afficher explicitement des cibles d'inflation.

L'analyse économique montre que l'inflation dépend grandement des anticipations d'inflation. Celles-ci ont un caractère auto-réalisateur : lorsque les agents anticipent une forte inflation, ils vont négocier les contrats (contrats de travail et contrats commerciaux) et fixer leurs prix pour les mois à venir en prévoyant une forte hausse de prix. Pour réduire l'inflation, il est nécessaire d'ancrer les anticipations à un niveau raisonnable, c'est-à-dire convaincre les agents que l'inflation restera modérée. C'est dans ce but que les banques centrales affichent explicitement des cibles d'inflation : en affirmant leur volonté de maintenir l'inflation à un niveau proche de la cible, les agents auront tendance à établir leurs anticipations au niveau de cette cible.

3.5 (1 point). Pourquoi peut-on dire que l'analyse économique de Keynes, qui a donné la macroéconomie moderne, est une analyse du court terme et du déséquilibre ?

A long terme, les forces du marché doivent ramener les économies à leur situation d'équilibre, où le chômage et le PIB sont à leurs niveaux naturels et où l'inflation est stable. Mais les économies sont constamment bouleversées par des chocs qui les écartent de ces situations. Les agrégats économiques tendent à fluctuer autour de leurs valeurs d'équilibre, et le retour à l'équilibre peut prendre du temps et engendrer des difficultés sociales durables pour les individus. La macroéconomie s'intéresse alors à ces situations de court terme, de déséquilibre. L'objet principal des politiques macroéconomiques est de limiter l'ampleur et la durée des déséquilibres (objectif de stabilisation). En cela, on peut affirmer que la macroéconomie moderne est une analyse du court terme et du déséquilibre.