Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans les six économies avancées

Raul Sampognaro

▶ **To cite this version:**

Raul Sampognaro. Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans les six économies avancées. Revue de l'OFCE, 2018, Perspectives économiques 2018-2019, 1 (155), pp.267-301. 10.3917/reof.155.0267 . hal-03458311

HAL Id: hal-03458311

https://sciencespo.hal.science/hal-03458311

Submitted on 30 Nov 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

LES EFFETS DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE DEPUIS 2008 DANS SIX ÉCONOMIES AVANCÉES

Raul Sampognaro
Sciences Po, OFCE

La Grande Récession a marqué le retour en grâce de la politique budgétaire comme instrument de stabilisation conjoncturelle. Au lendemain de la crise des *subprime* les grandes économies avancées ont mis en place un vaste plan de relance de façon coordonnée pour stopper la récession. Ensuite, à partir de 2011, avec le début de la reprise et de la normalisation financière, une phase de consolidation budgétaire a été engagée. Depuis 2016, la politique budgétaire est devenue neutre.

Le recours à l'outil budgétaire pour stabiliser la croissance a réanimé les débats sur l'efficience de ce choix. Au regard des nombreuses études, il existe tout de même un consensus relatif sur la valeur du multiplicateur à court terme. Il serait positif et proche de l'unité. En revanche, l'effet à long terme d'un choc budgétaire dépend de la situation conjoncturelle. Les effets de la politique budgétaire peuvent être pérennes s'il y a un nombre significatif d'agents privés contraints financièrement ou si la banque centrale ne peut pas réagir à la politique budgétaire. Ainsi, les effets dynamiques de la politique budgétaire dépendront du contexte économique.

La prise en compte de la dynamique du multiplicateur permet d'améliorer l'évaluation des effets de la politique budgétaire au cours de la dernière décennie. Selon nos calculs, le PIB allemand aurait été soutenu par les nouvelles mesures budgétaires, alors que le PIB aurait diminué en Italie, en France et au Royaume-Uni d'un montant compris entre 1,5 et 3,5 points de PIB. Enfin, le PIB espagnol aurait été amputé de 7,5 points.

Mots clés : politique budgétaire, croissance, multiplicateur.

La politique budgétaire a constitué l'un des principaux déterminants de la trajectoire de croissance dans les grandes économies avancées au cours de la dernière décennie[1]. Au lendemain de la faillite de *Lehman Brothers*, l'instrument budgétaire fut mobilisé afin d'abord d'échapper à la récession puis ensuite éviter que la récession ne se

transforme en dépression comme en 1929. Sous l'effet joint des stabilisateurs automatiques, de la relance budgétaire et de la récession, les comptes publics se sont fortement dégradés. Pour y remédier, les économies avancées se sont engagées dans une politique de consolidation budgétaire de grande ampleur à partir de 2011. Ce mouvement s'est poursuivi jusqu'en 2015 et depuis 2016 la politique budgétaire est redevenue neutre et donc, en apparence, moins importante pour expliquer les évolutions macroéconomiques. Or, ce constat néglige les effets dynamiques de la politique budgétaire qui peuvent tarder à se manifester.

Le recours à la politique budgétaire pour stabiliser la croissance a réanimé les débats sur l'efficience de cet instrument. En particulier, l'article de Blanchard et Leigh (2013) montre que l'essentiel des erreurs de prévision réalisées par le FMI sur la croissance du PIB au cours de la phase de consolidation budgétaire serait corrélé au niveau de l'ajustement budgétaire. Pour les auteurs ceci serait le signe d'une sous-estimation systématique du multiplicateur budgétaire. Dans ce contexte, la littérature a réinvesti la question du multiplicateur budgétaire et celle de ses déterminants théoriques et de sa mesure.

La théorie enseigne que le multiplicateur – pour un instrument de politique budgétaire donné – dépend du contexte institutionnel, du fonctionnement des marchés des biens et des facteurs de production, du degré d'ouverture de l'économie et de la conjoncture. Or, ces facteurs évoluent dans le temps et l'espace, ce qui permet d'expliquer une partie de l'hétérogénéité des estimations empiriques disponibles. Creel, Heyer et Plane (2011) avaient déjà mis en avant l'importance de la position cyclique dans la valeur du multiplicateur. Par ailleurs, les auteurs avaient montré que les différents instruments de politique budgétaire (prestations sociales, prélèvements sur les facteurs de production, TVA ou impôts directs) ont chacun un impact différent et que chaque instrument réagit différemment au cycle.

Au-delà de la question de l'impact initial de la politique budgétaire – dépendante du cycle et de l'instrument – se pose la question sur son impact à long terme. Dans les modèles théoriques standards qui supposent notamment que les agents sont rationnels et maximisent leur utilité intertemporelle, l'équivalence ricardienne aboutit à une

1. É. Heyer et R. Sampognaro, 2015, « L'impact des chocs économiques sur la croissance dans les pays développés depuis 2011 », *Revue de l'OFCE,* n° 138, juin.

neutralité de la politique budgétaire à long terme (pas d'impact permanent d'un choc budgétaire sur la production). Si les marchés des biens et des facteurs sont flexibles, la politique budgétaire peut être neutre à court terme. Toutefois, en présence de rigidités dans la formation des prix et des salaires, ce dernier résultat est remis en question. Il existe aujourd'hui un consensus relatif sur la valeur du multiplicateur à court terme : il serait positif et proche de l'unité. La politique budgétaire peut jouer un rôle dans la stabilisation du cycle conjoncturel. En revanche, l'effet à long terme d'un choc budgétaire reste sujet à débat. Dans certains contextes, la politique budgétaire peut modifier la trajectoire du PIB de façon permanente[2]. Parmi les principaux facteurs qui modifient la valeur du multiplicateur budgétaire à long terme – nul dans les modèles standards – on trouve notamment la présence d'agents non ricardiens, contraints financièrement, ou la présence de limites sur la politique monétaire de la banque centrale (par exemple, lorsque le taux directeur a atteint la borne inférieure ou *Zero Lower Bound*). Si la valeur du multiplicateur budgétaire de long terme dépend lui-même de facteurs conjoncturels (contraintes financières ou évolution des taux d'intérêt), la dynamique du multiplicateur devient une variable-clé de l'analyse de la politique budgétaire.

Après presque une décennie de politique budgétaire très active, les effets dynamiques des fortes impulsions budgétaires passées peuvent avoir un impact significatif sur la croissance du PIB dans les économies avancées. L'objet de cette étude est d'évaluer l'impact sur le PIB de la politique budgétaire mise en œuvre depuis l'année 2008, dans six grandes économies avancées[3].

Dans la première partie de l'étude, nous examinerons la politique budgétaire mise en œuvre au cours de la dernière décennie dans les grandes économies avancées. Le retour récent à une impulsion budgétaire[4] neutre suggère que la politique budgétaire aurait cessé d'être un déterminant important de la croissance. La littérature théorique et empirique récente, qui met l'accent sur l'effet dynamique de la politique budgétaire, sera présentée dans la deuxième partie de l'étude.

2. Ceci bien évidemment sans tenir compte de l'impact possible de certaines dépenses publiques (ex : éducation, investissement public ou recherche publique) sur le taux de croissance potentiel.
3. Les pays étudiés sont : l'Allemagne, l'Espagne, les États-Unis, la France, l'Italie et le Royaume-Uni.
4. L'impulsion budgétaire est définie dans l'encadré 1. De façon brève, l'impulsion budgétaire est une mesure de la politique budgétaire discrétionnaire mesurée par l'opposé de la variation attendue des nouvelles mesures fiscales et de l'écart entre la trajectoire de la dépense publique primaire en volume et celle du PIB potentiel.

Enfin, dans la troisième partie, nous proposerons une évaluation de la politique budgétaire mise en œuvre depuis 2011 sur la base des impulsions budgétaires observées, de leur composition et de leurs effets sur la croissance de l'activité.

1. Une décennie de politique budgétaire : après la relance, l'ajustement et le retour à une politique neutre

À la suite de la crise des *subprime*, l'instrument budgétaire fut fortement mobilisé dans les grandes économies avancées. Tant la dépense publique que la fiscalité ont été utilisées. En 2009, selon le FMI, la dépense publique s'établissait à 5,7 points de PIB au-dessus de son niveau de 2007 et les recettes à 1,7 point de PIB en dessous de leur niveau d'avant-crise dans les grandes économies avancées[5]. L'action des stabilisateurs automatiques pendant la récession combinée à une période budgétaire expansionniste a fortement dégradé les comptes publics. Le déficit public de l'ensemble des grandes économies avancées s'établissait à 8,7 % de PIB en 2009 selon le FMI alors qu'il n'était que de 1,2 % en 2007. Entre 2010 et 2015, une réduction des déficits est observée dans ces grandes économies pour s'établir à 2,6 % du PIB selon le FMI. Au cours de cette période, la part de la dépense publique dans le PIB a reculé lentement mais s'établissait en 2015 toujours à 1 point de PIB au-dessus de son niveau d'avant-crise, tandis que la fiscalité avait retrouvé son niveau d'avant-crise. À partir de 2015, une pause est observée dans la baisse du déficit des grandes économies avancées. En 2017, le déficit public s'établit à 2,6 % de PIB, soit un niveau toujours supérieur à celui de 2007.

La dette publique a fortement augmenté entre 2007 et 2012, toujours selon le FMI, dans l'ensemble des économies avancées. Mesurée par le passif financier des administrations publiques, donc un concept plus large que celui de Maastricht, la hausse a été de 35 points de PIB au cours de ces cinq années pour atteindre 106% du PIB[6]. Depuis, la dette s'est globalement stabilisée en pourcentage du PIB à la faveur d'une meilleure situation macroéconomique et d'une politique

5. Pour le FMI, le groupe des économies avancées inclut 39 pays dont les pays de la zone euro, les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon, l'Australie, le Canada, la République tchèque, le Danemark, Hong Kong, l'Islande, Israël, la Corée du Sud, Macao, la Nouvelle Zélande, la Norvège, le Porto Rico, Singapour, la Suède, la Suisse et Taiwan.

6. La dette nette quant à elle a augmenté de 27 points de PIB entre 2007 et 2012, pour atteindre 73 % de PIB.

de rétablissement des comptes publics. Cette évolution d'ensemble masque des différences entre les principaux espaces économiques. La zone euro se distingue par une plus grande maîtrise des comptes publics. Alors que depuis 2007, la dette publique brute a augmenté de 57 points de PIB au Japon, de 47 points au Royaume-Uni, de 44 points aux États-Unis, la hausse a été beaucoup plus contenue en zone euro (+22 points de PIB). Ceci provient à la fois d'une moindre impulsion budgétaire initiale et de la mise en place d'une consolidation budgétaire plus précoce. Entre 2007 et 2009, le déficit de l'ensemble de la zone euro s'est dégradé de 5,6 points tandis que celui des États-Unis a été de 10,3 points, le britannique de 7,4 points et le nippon de 7,0 points.

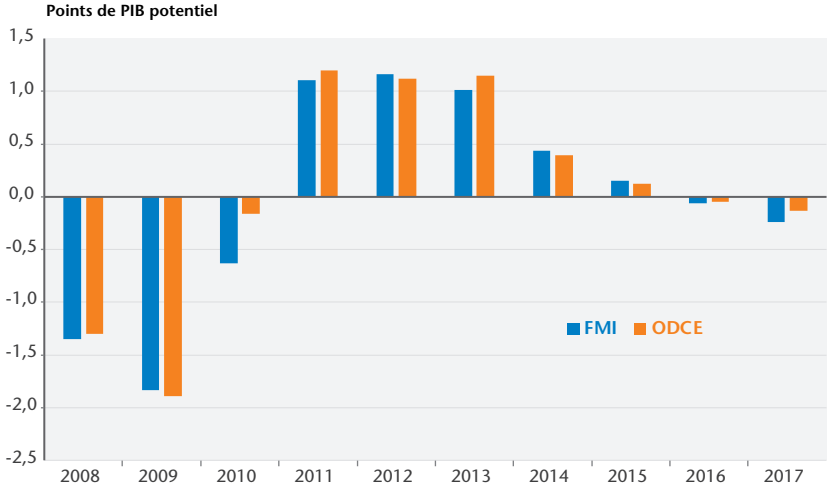
Ces évolutions dépendent à la fois de la politique budgétaire – sous contrôle du gouvernement – et de l'évolution macroéconomique. Or, si cette dernière – en particulier la croissance du PIB – peut être influencée par l'action du gouvernement, elle n'est pas directement maîtrisée. Il est nécessaire d'isoler la composante cyclique des évolutions budgétaires. Deux méthodes existent pour cela (encadré 1). Elles reposent pour l'essentiel sur une hypothèse sur la croissance potentielle de l'économie. Or, la croissance potentielle est inobservable et pour l'évaluer il faut un cadre conceptuel, non dépourvu d'hypothèses *ad hoc*. L'objet de cette étude n'est pas de discuter les différentes évaluations de la croissance potentielle qui restent fragiles et qui rendent le concept – pourtant clair théoriquement – difficilement utilisable en temps réel. Il faut tout de même retenir que toute évaluation de l'orientation de la politique budgétaire est dépendante des hypothèses retenues sur cette variable. Dans la prochaine sous-section, nous présenterons notre évaluation de la politique budgétaire mise en place depuis 2008 à l'aune de notre évaluation de la croissance potentielle en la comparant avec les évaluations faites par d'autres organismes.

1.1. Trois phases dans l'orientation de la politique budgétaire dans l'ensemble des économies avancées

Depuis le déclenchement de la *Grande Récession*, trois étapes peuvent être identifiées dans l'orientation de la politique budgétaire dans les économies avancées. La première va de 2008 à 2010. Au cours de cette phase, les économies avancées ont mis en œuvre une importante relance budgétaire. Après ce franc soutien budgétaire, une phase d'austérité a été engagée jusqu'en 2015. Enfin, depuis 2016, la politique budgétaire est neutre (graphique 1). Ce constat est consensuel parmi les organisations internationales même si des faibles différences

peuvent émerger en lien avec des évaluations différentes de la croissance potentielle (tableau 1).

Graphique 1. Variation du solde structurel primaire dans les économies avancées selon différentes organisations internationales



Source : FMI (*World Economic Outlook*, octobre 2017), OCDE (*Perspectives économiques*, novembre 2017).

Tableau 1. Variation du solde structurel primaire

Champ géographique*	Économies avancées	Pays membres de l'OCDE
Source	FMI	OCDE
2008-2010	-3,8	-3,4
2011-2015	3,9	4,0
2016-2017	-0,3	-0,2
2008-2017	**-0,2**	**0,5**

Note de lecture : l'évolution totale peut différer de la somme des évolutions par sous-période en raison des arrondis.
* Le champ géographique entre les économies avancées au sens du FMI et les pays membres de l'OCDE se recoupe de façon imparfaite. Les 39 économies avancées du FMI sont détaillées dans la note 5. Les économies membres de l'OCDE rassemble les pays suivants : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Chili, Corée du Sud, Danemark, Espagne, Estonie, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Islande, Irlande, Italie, Japon, Lettonie, Luxembourg, Mexique, Norvège, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République slovaque, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse, Turquie.
Sources : FMI (*World Economic Outlook*, octobre 2017), OCDE (*Perspectives économiques*, novembre 2017).

Le FMI évalue la dégradation du solde structurel primaire observée dans les économies avancées entre 2008 et 2010 à 3,8 points de PIB potentiel. Cette baisse aurait été effacée au cours de la phase de consolidation budgétaire de 2011-2015. Enfin, en 2016 et en 2017, le solde structurel primaire se serait dégradé de 0,3 point de PIB potentiel,

suggérant une politique quasiment neutre. Ainsi, en 2017 le déficit structurel primaire des économies avancées s'établirait à 1,3 % du PIB potentiel, alors qu'il s'établissait à 1 % en 2007.

L'OCDE dresse un constat relativement proche en ce qui concerne l'évolution du solde structurel primaire de ces États membres. Entre 2008 et 2010 le solde structurel primaire se serait dégradé de 3,4 points de PIB, puis la relance aurait été plus que compensée pendant la phase de restriction. Au cours de cette période le solde structurel primaire se serait amélioré de 4 points. Enfin, depuis 2016, la politique budgétaire aurait été neutre au sein des pays de l'OCDE avec une très faible dégradation cumulée du solde structurel primaire (-0,2 point de PIB). Au final, selon l'OCDE, le solde structurel primaire des économies membres – qui recoupe largement le champ des économies avancées pour le FMI – se serait amélioré de 0,5 point de PIB au cours de la période 2008-2017.

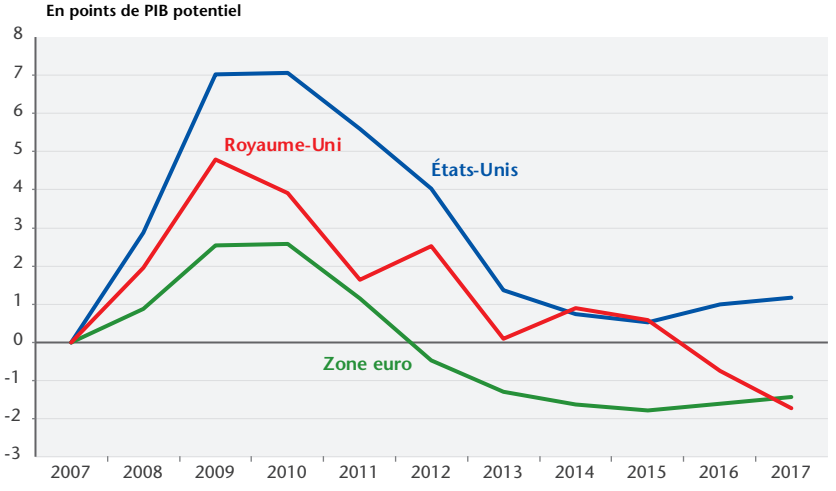
1.2. La politique budgétaire dans six grandes économies avancées

Les chiffres agrégés présentés ci-dessus masquent des différences parmi les pays. Nous allons nous concentrer désormais sur la politique budgétaire mise en œuvre dans six grandes économies avancées : l'Allemagne, les États-Unis, l'Espagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni. L'impulsion budgétaire (encadré 1) sera mesurée à partir de nos évaluations des mesures discrétionnaires en prélèvements obligatoires (PO) et de notre scénario de PIB potentiel.

Au début de la crise, les politiques budgétaires ont toutes été dans la même direction et contracycliques, mais la relance a été bien plus importante aux États-Unis que dans la zone euro ou au Royaume-Uni (graphique 2). Sous nos hypothèses de croissance potentielle et de politique budgétaire discrétionnaire, l'impulsion budgétaire américaine a été de +7,1 points de PIB en 2008-2010, alors qu'elle a été de +3,9 points au Royaume-Uni et de +2,6 points en zone euro. Si la relance a été plus forte outre-Atlantique, le tournant de la consolidation budgétaire a été pris de façon plus précoce dans le Vieux continent, notamment dans la zone euro. En 2012, la zone euro avait retrouvé un solde structurel identique à celui d'avant-crise et en 2013 l'union monétaire avait plus qu'effacé la relance budgétaire mise en place entre 2008 et 2010. Le Royaume-Uni de son côté a retrouvé son niveau de solde structurel d'avant-crise en 2013 et jusqu'en 2016 n'a pas consolidé au-delà de la relance post-crise.

Si la politique budgétaire est devenue restrictive à partir de 2011, la consolidation est restée plus modérée que la relance initiale. Ainsi, le déficit structurel primaire américain reste toujours 1 point au-dessus de son niveau d'avant-crise. Depuis 2014, les politiques budgétaires sont progressivement devenues moins restrictives pour converger vers une impulsion budgétaire neutre.

Graphique 2. Impulsion budgétaire cumulée au sein des principales économies avancées



Sources : OCDE, Ameco. Calculs OFCE.

Sur l'ensemble de la période, seuls l'Allemagne (+1,2 point) et les États-Unis (+1,2 point) ont réalisé une impulsion budgétaire positive (tableau 2). Le Royaume-Uni (-1,7 point de PIB d'impulsion), l'Italie (-1,8 point), la France (-1,5 point) et l'Espagne (-0,9 point) ont ajusté leurs comptes publics. Sur l'ensemble de la période, l'orientation de la politique budgétaire espagnole[7] a été proche de celle de l'Italie et la France mais ceci masque des évolutions très marquées au sein de chacune de sous-périodes identifiées.

Au cours de la première phase identifiée, les six grandes économies étudiées ont soutenu leur activité grâce à la politique budgétaire. Le soutien a été particulièrement fort aux États-Unis et en Espagne, pays

7. Il faut remarquer que l'analyse de la politique budgétaire espagnole est particulièrement difficile au cours de la période. Les fortes évolutions de la productivité et la recomposition sectorielle de l'économie ibérique rendent très difficile l'évaluation de son potentiel de croissance (pourtant une variable fondamentale pour évaluer l'impulsion budgétaire).

affectés par l'éclatement d'une bulle immobilière. Au cours de la phase de consolidation budgétaire qui s'est étalée entre 2011 et 2015, tous les pays ont pratiqué une impulsion budgétaire négative. La consolidation budgétaire américaine a été de grande ampleur et plus tardive et n'a pas complètement effacé la relance post-crise. En revanche, la plupart des grandes économies européennes étudiées ont fait une consolidation plus forte que les plans de relance de 2008-2010. Ceci est le cas notamment en Espagne, en Italie et en France. En zone euro, les

Tableau 2. Évaluation de l'orientation de la politique budgétaire selon différents instituts (en points de PIB potentiel)

	2008-2010	2011-2015	2016-2017	2008-2017	Croissance potentielle (2008-2017)
Allemagne					
FMI	1,7	-2,0	0,5	**0,2**	1,3
OCDE	1,5	-1,5	0,5	**0,5**	1,2
OFCE	2,0	-2,0	1,1	**1,2**	1,4
Espagne					
FMI	6,6	-7,2	0,5	**-0,2**	1,0
OCDE	5,2	-6,9	1,5	**-0,2**	1,0
OFCE	7,4	-8,4	0,1	**-0,9**	1,0
France					
FMI	2,2	-3,2	0,1	**-0,9**	1,0
OCDE	1,7	-2,8	-0,5	**-1,6**	1,1
OFCE	3,1	-4,5	-0,1	**-1,5**	1,3
Italie					
FMI	1,1	-2,7	0,8	**-0,8**	-0,1
OCDE	0,7	-2,6	1,5	**-0,5**	-0,1
OFCE	1,2	-3,6	0,5	**-1,8**	-0,3
Royaume-Uni					
FMI	1,3	-1,7	-1,6	**-2,0**	1,3
OCDE	1,5	-1,4	-2,7	**-2,6**	1,3
OFCE	3,9	-3,3	-2,3	**-1,7**	1,6
États-Unis					
FMI	5,5	-5,9	0,9	**0,5**	1,6
OCDE	4,5	-5,7	0,2	**-0,9**	1,7
OFCE	7,1	-6,5	0,6	**1,2**	1,5

Note de lecture : pour le FMI et l'OCDE, l'impulsion budgétaire est calculée comme l'opposé de la variation du solde structurel primaire et pour l'OFCE comme l'opposé de l'effort structurel. Sur longue période, ces deux mesures doivent être proches.
Sources : FMI (*World Economic Outlook*, octobre 2017), OCDE (*Perspectives économiques*, novembre 2017), calculs OFCE.

gouvernements se sont pliés aux exigences de réduction des déficits du Pacte de stabilité et de croissance faisant face à la défiance des marchés, ce qui a eu pour conséquence la hausse des primes de risque sur les taux souverains qui ont fait suite à la crise des dettes souveraines de la zone euro. Depuis 2016, l'Allemagne et, dans une moindre mesure, l'Italie et les États-Unis ont réalisé une impulsion budgétaire positive alors qu'elle a été globalement neutre en France et en Espagne. Enfin, la politique budgétaire a été fortement restrictive au Royaume-Uni.

1.3. Les instruments de politique budgétaire mobilisés pour réaliser la consolidation

Afin d'évaluer l'impact de ces politiques différentes il ne suffit pas de se concentrer sur la seule mesure de l'impulsion budgétaire. Pendant la phase de relance 2008-2010, l'essentiel de l'impulsion a été réalisée par la dépense publique mais les pays ont mobilisé des instruments différents pendant la phase de consolidation (2011-2015).

Hormis en Allemagne, les nouvelles mesures fiscales mises en œuvre ont eu tendance à augmenter le poids de la fiscalité sur la période étudiée. Les changements législatifs ont contribué à la hausse des prélèvements obligatoires de 2,1 points de PIB au Royaume-Uni, de 2,4 points aux États-Unis, de 2,8 points en Italie et de plus 3 points en Espagne et en France. En Allemagne, le cumul des nouvelles mesures fiscales est nul.

Si en points de PIB les chiffres semblent proches, il faut les comparer avec l'ajustement mis en place. Selon nos calculs, la fiscalité explique quasiment la totalité de l'ajustement structurel en Italie, 75 % de l'ajustement français, 40 % de la consolidation budgétaire américaine et espagnole et 30 % de l'ajustement britannique. Dans tous les pays sauf en France, la clé de répartition de la consolidation des mesures en recettes ou en économies budgétaires a été relativement constante. Jusqu'à 2014, la totalité de l'amélioration structurelle des comptes publics français pouvait s'expliquer par les nouvelles mesures fiscales, néanmoins avec le « virage de l'offre », la part de la fiscalité dans l'ajustement a commencé à reculer. Depuis 2014, l'essentiel de la consolidation réalisée s'explique par les économies en dépenses. Ce choix devrait être préservé au cours des prochaines années.

Encadré 1. Comment mesurer l'impulsion budgétaire ?

Afin d'obtenir une mesure de l'orientation de la politique budgétaire purgée des fluctuations conjoncturelles, deux mesures sont usuellement utilisées. L'évaluation du ***solde structurel*** a une logique macroéconomique (dite aussi *top-down*) tandis que la deuxième, appelée ici ***effort structurel***, a une logique plutôt microéconomique (dite aussi *bottom-up*).

Le calcul du ***solde public structurel*** est effectué à partir des soldes macroéconomiques constatés *ex-post*. Il est calculé de la façon suivante :

$$SSP_t = SP_t - \alpha \times OG_t - OO_t$$

Où SSP_t représente le solde structurel public à la date t, SP_t le solde public à la même date, α la sensibilité du solde à l'*output gap* (OG_t) et OO_t les mesures ayant un impact ponctuel et temporaire sur le solde public (ou *one-off*). Deux facteurs jouent un rôle primordial : le paramètre α et le niveau estimé de *l'output gap*, non observable.

Hormis quelques prestations sociales, *i.e.* les dépenses en assurance chômage, la dépense publique est relativement peu affectée par le cycle conjoncturel alors que la fiscalité réagit beaucoup plus rapidement. Ainsi, le paramètre α, estimé sur une base historique, dépend du poids et de la structure de la fiscalité du pays et de celle de la dépense publique. En général, les estimations de α sont proches de 0,5[8]. Si la dépense publique suit le potentiel et que l'évolution spontanée des recettes ne modifie pas le taux de prélèvements obligatoires, alors α correspond au taux de prélèvements. Dans ce contexte, l'orientation de la politique budgétaire peut être mesurée comme la variation du solde structurel primaire.

L'effort structurel part des changements législatifs pour aboutir à une mesure de l'orientation de la politique budgétaire. Pour ce faire, un chiffrage *ex-ante* des recettes issues des nouvelles mesures fiscales est utilisé pour mesurer l'impulsion budgétaire à travers la fiscalité. L'effort structurel réalisé par les dépenses primaires est évalué en comparant l'évolution des dépenses primaires en volume à un scénario contrefactuel. Deux options existent pour construire le scénario contrefactuel : (i) une évolution tendancielle de chaque poste de la dépense ou (ii) la croissance potentielle en volume de l'économie totale. Chaque option a sa propre logique[9], mais l'utilisation de la croissance potentielle est plus utile pour discuter l'impact des nouvelles mesures sur le solde public à long terme, la soutenabilité des finances publiques et sur la croissance de l'activité.

$$ES_t = NM_t + \frac{G_{t-1}}{PIB_{t-1}} \times [dpp_t - g^*]$$

8. Voir Mourre *et al.* (2013), pour connaître la méthodologie précise de l'estimation du solde corrigé du cycle calculé par la Commission européenne au cours du Semestre européen, avec les élasticités propres à chaque pays.
9. Présentées dans R. Sampognaro, 2015, « Le casse-tête potentiel de la mesure des économies en dépenses publiques », *OFCE le blog*, novembre.

Où ES_t représente l'effort structurel en points de PIB à la date t, NM_t les nouvelles mesures fiscales en point de PIB, G_{t-1} la dépense publique primaire à la date $t-1$, dpp_t la variation de la dépense publique primaire en volume (déflaté par le prix du PIB) et g^* la croissance du PIB potentiel.

À certains moments, la variation du ***solde structurel*** primaire et ***l'effort structurel*** primaire peuvent donner des informations différentes sur l'orientation de la politique budgétaire. Si l'évolution contrefactuelle de la dépense publique retenue est construite à partir de la croissance potentielle, les seules différences qui peuvent émerger s'expliquent par l'évolution des recettes. En effet, chaque année les recettes évoluent en fonction des nouvelles mesures mais aussi en fonction de l'évolution des assiettes fiscales qui dépendent de l'activité. En première approximation, on peut supposer que les recettes évoluent unitairement avec le PIB nominal – et donc que le taux de prélèvements obligatoires est constant hors nouvelles mesures et *one-off*. Si à une date donnée l'élasticité des recettes au PIB est différente de l'unité, alors les deux mesures vont diverger et ces différences peuvent être importantes[10].

Dans cette étude, nous mesurerons l'***impulsion budgétaire*** comme étant l'opposé de l'effort structurel. Celle-ci sera notre métrique privilégiée sur l'orientation de la politique budgétaire.

2. Le « marécage du multiplicateur » : les effets à long terme dépendent du contexte économique

Le recours à l'outil budgétaire pour stabiliser la croissance a réanimé les débats sur l'efficience de ce choix. La littérature a réinvesti le thème du niveau du multiplicateur budgétaire et de ses déterminants. Gechert et Will (2012) ont réalisé une méta-analyse sur 89 études récentes portant sur la valeur du multiplicateur de court terme et de long terme. Dans les études analysées, les auteurs trouvent un effet multiplicateur moyen de 0,8. Or, les valeurs observées s'étalent entre des valeurs fortement négatives (-2,2) et des valeurs fortement positives (4). L'écart-type des multiplicateurs observés dans la littérature étudiée est très fort : il s'établit à 0,8. Face à l'ampleur de l'incertitude existante sur le niveau de l'effet multiplicateur, Leeper, Traum et Walker (2017) parlent du « marécage du multiplicateur ». Pour sortir de ce marécage, il est nécessaire de comprendre les déterminants théo-

10. Voir OFCE, 2018, « France : Retour à meilleure fortune. Perspectives 2018-2019 pour l'économie française », dans ce numéro.

riques et les divergences des méthodologies empiriques mobilisées pour mesurer le multiplicateur.

2.1. La théorie montre que le multiplicateur dépend du cadre macroéconomique

La littérature théorique aide à expliquer la diversité des estimations mise en avant par la méta-analyse. Le multiplicateur peut varier à la fois en fonction du cadre théorique mobilisé mais aussi des paramètres du modèle à l'intérieur d'un cadre. Cela induit une dépendance de l'estimation du multiplicateur au modèle qui le définit lors de la confrontation aux données. Cela induit des écarts-types d'évaluation qui révèlent les écarts d'*a priori* théoriques non testables (non réfutables) par l'économiste. Par ailleurs, les paramètres fondamentaux qui guident la valeur du multiplicateur (de court terme ou de long terme) sont eux-mêmes évolutifs suivant l'état de l'économie. Ainsi, la diversité des évaluations peut traduire la diversité des cadres théoriques mobilisés mais aussi l'évolution des paramètres structurels des économies étudiées. Ainsi, la bonne question de recherche serait : « quelle est la valeur du multiplicateur pour un instrument donné dans un état donné de l'économie ? » et non « quelle est la valeur du multiplicateur ? ».

Une fois ces précautions prises, la théorie montre que le multiplicateur dépend d'une multitude de facteurs qui déterminent le contexte macroéconomique. En premier lieu, il dépend des frictions existant sur les marchés des biens et des facteurs de production. Plus les prix sont flexibles, plus faible sera la valeur du multiplicateur, car les prix peuvent s'adapter afin d'absorber les chocs conjoncturels et les effets des politiques budgétaires. Dans les modèles du type *RBC* le multiplicateur peut même être négatif, en particulier si la fiscalité génère des distorsions. Ensuite, le multiplicateur dépend du degré d'ouverture de l'économie. L'ouverture diminue l'efficacité d'une politique de relance budgétaire car elle facilite la fuite de la demande vers les produits d'importation. La théorie montre aussi que le multiplicateur dépend de la réaction de la politique monétaire aux chocs budgétaires. Si la banque centrale accompagne la politique budgétaire ou si elle est contrainte par la *Zero Lower Bound (ZLB)*, le multiplicateur sera d'autant plus important car les taux d'intérêt réagiront moins fortement, ce qui limite l'éviction de l'investissement privé qui devient moins rentable. Enfin, le multiplicateur dépend de la prégnance des contraintes de liquidité : plus il y a des acteurs privés contraints par leur capacité d'emprunt – ce qui dans la littérature se traduit par moins de ménages

ricardiens qui lissent leur consommation –, plus la politique budgétaire peut avoir un effet élevé sur le niveau du PIB.

La littérature montre que plusieurs facteurs institutionnels – la structure des marchés, l'ouverture de l'économie, le degré des contraintes de liquidité à la politique économique mise en œuvre chez les partenaires commerciaux – influencent l'efficacité de la politique budgétaire pour stabiliser le cycle conjoncturel. Comme ces facteurs évoluent dans le temps ou l'espace, les contextes différents des estimations induisent des résultats différents.

2.2. Un multiplicateur proche de l'unité à court terme mais dépendant du contexte à long terme

Le cadre théorique utilisé explique en partie l'hétérogénéité des estimations empiriques du multiplicateur mise en avant par Gechert et Will (2012). Selon les auteurs, le multiplicateur cumulé moyen issu des modèles RBC serait nul, celui des modèles DSGE néo-keynésiens et dans les modèles VAR s'établirait à 0,8 ; dans les modèles macroéconométriques – combinant des effets keynésiens à court terme et des effets néoclassiques à long terme – à 1,2. Ces résultats suggèrent que même à court terme il y aurait un impact positif sur le niveau du PIB.

Leeper, Traum et Walker (2017) ont construit un modèle DSGE riche englobant plusieurs cadres théoriques afin de clarifier la question du multiplicateur. Selon leurs simulations, si le modèle est contraint pour qu'il fonctionne comme un modèle *RBC* standard, le multiplicateur sera nul à court terme et à long terme. En revanche, pour un modèle DSGE néo-keynesien, l'impact cumulé d'une impulsion budgétaire peut être significatif à un horizon de 10 ans si la politique monétaire accompagne la politique budgétaire. Dans le cadre standard retenu dans la littérature, où la politique monétaire réagit aux politiques du gouvernement, le multiplicateur est positif à court terme. En revanche, ce résultat varie si un nombre significatif de ménages est contraint financièrement et que leur consommation est restreinte par leur revenu courant. Dans ce contexte, la valeur du multiplicateur augmente sensiblement à court terme et à long terme.

Dans la version estimée sur données américaines du modèle de Leeper *et al.* (2017), le multiplicateur de court terme de la dépense publique serait sensiblement supérieur à l'unité, autour de 1,3. Les effets de long terme dépendent en grande partie du comportement de l'autorité monétaire. Si la politique monétaire accompagne la poli-

tique budgétaire, le multiplicateur peut rester positif et supérieur à l'unité à long terme. En revanche, si la politique monétaire est active l'impact sur le PIB serait nul à long terme. Dans la *ZLB*, le multiplicateur de court terme de la dépense publique resterait positif et significatif à long terme.

Il existe aujourd'hui un consensus relatif sur la valeur du multiplicateur à court terme : il serait positif et variable selon les instruments. Ainsi, le multiplicateur serait plus élevé et proche de l'unité pour l'investissement public et la dépense directe en biens et plus faible pour les transferts aux ménages et la fiscalité. En revanche, l'effet à long terme d'un choc budgétaire est sujet à débat. Les effets de la politique budgétaire peuvent être durables, notamment s'il y a un nombre significatif d'agents privés contraints financièrement ou une banque centrale qui ne peut pas réagir à la politique budgétaire – par exemple en cas de *ZLB*. Ces deux derniers facteurs ont été particulièrement prégnants depuis le déclenchement de la crise financière.

2.3. Les effets dynamiques de la politique budgétaire sont présents dans les principaux modèles macroéconométriques de l'économie française

Les principaux modèles macroéconométriques utilisés pour simuler l'économie française ont des propriétés variantielles compatibles avec la théorie récente (tableau 3). À la suite d'une impulsion budgétaire de 1 point de PIB par la dépense publique, le modèle *Mésange* de la DG Trésor génère un impact sur le PIB immédiat de 0,8 point de PIB, qui augmente au cours de la deuxième année du choc, où le multiplicateur atteint son pic, légèrement supérieur à l'unité. À partir de la troisième année les effets d'éviction commencent à opérer (en particulier, avec la perte de compétitivité-prix). À long terme, le modèle génère un impact significatif de 0,2[11]. Pour la même impulsion budgétaire, le modèle *e-mod.fr* a des multiplicateurs un peu plus faibles (0,6 l'année du choc budgétaire, 0,9 à son pic au cours de la troisième et la quatrième année) mais qui suivent une dynamique proche. Dans ces modèles, le multiplicateur propre à l'investissement public est encore plus élevé mais la dynamique est relativement proche.

11. Voir Duferznez *et al.* (2017) pour les résultats du multiplicateur dynamique pour chacun des instruments de politique budgétaire.

Tableau 3. Effets sur le PIB en volume d'une impulsion budgétaire de 1 pt de PIB selon différents modèles

Dépense publique générique					
	1 an	2 ans	3 ans	5 ans	LT
Mésange	0,8	1,1	1,0	0,9	0,2
e-mod.fr	0,6	0,9	0,9	0,6	—
Investissement public					
	1 an	2 ans	3 ans	5 ans	LT
Mésange	1,3	1,4	1,2	0,6	0,2
Opale	0,8	1,1	1,2	—	—
e-mod.fr	1,0	1,1	1,1	0,8	—

Sources : Daubaire *et al.* (2017), Ducoudré *et al.* (2017), Dufernez *et al.* (2017) et OFCE (2017).

Le modèle *e-mod.fr* a été adapté afin de prendre en compte l'impact du contexte cyclique sur la réaction des agents privés, notamment en termes de négociation salariale[12]. Lorsque les chocs budgétaires ont un impact dépendant du cycle le multiplicateur et sa dynamique dépendent fortement du contexte, en ligne avec les résultats de Leeper *et al.* (2017). Creel, Heyer et Plane (2011) montrent l'impact différent de plusieurs instruments de politique budgétaire (en dépenses et en recettes) en fonction du cycle. Plus récemment l'OFCE (2017) a publié une étude sur le cas d'un multiplicateur associé à une impulsion budgétaire réalisée exclusivement sur l'investissement public en fonction du cycle.

2.4. Les hypothèses de multiplicateur retenues

En ligne avec la littérature théorique et empirique nous utilisons trois jeux d'hypothèses de multiplicateur dynamique de l'impulsion budgétaire.

Ces hypothèses s'appuient sur les travaux inspirés par Creel *et al.* (2011) et des simulations réalisées à l'aide du modèle *e-mod.fr* de l'OFCE. Elles s'appuient sur le large consensus qui émerge des derniers travaux théoriques et empiriques existants dans la littérature économique à savoir qu'une politique de consolidation budgétaire est préférable en période de reprise de l'activité et est pernicieuse, voire

12. Voir Creel *et al.* (2011) pour le détail de la modélisation.

inefficace, lorsque l'économie est à l'arrêt. Par ailleurs, les hypothèses sont différentes en fonction des instruments budgétaires.

D'une part, un multiplicateur sur les mesures de demande est défini. Nous considérons des mesures de demande, celles qui jouent sur la dépense publique primaire hors investissement public et les modifications des prélèvements sur les ménages (impôts directs sur les revenus et les patrimoines, taxes sur la consommation incluant notamment la TVA, les cotisations sociales salariées). La valeur de ce multiplicateur dépend de la position cyclique. L'impact immédiat d'une impulsion avec cet instrument est en général supérieur à l'unité et converge vers 0 en fonction de la position cyclique (tableau 1 en annexe). Dans notre étude, la seule variable servant à décrire le contexte cyclique est l'*output gap*. Implicitement, cette hypothèse suggère que le niveau des contraintes de liquidité ou les contraintes sur la réaction de la banque centrale dépendent de l'écart de production.

D'autre part, un multiplicateur sur les mesures d'offre a été défini. Il concerne essentiellement les modifications des prélèvements sur les entreprises (impôt sur les sociétés, cotisations sociales employeurs). Ce multiplicateur est croissant et non dépendant du cycle. Ce multiplicateur reflète à la fois les décisions de localisation du capital et l'impact significatif à long terme du taux de marge sur l'investissement privé à long terme[13] (tableau 2 de l'annexe). En augmentant durablement le stock de capital disponible, ce type de mesure génère des impacts permanents sur le PIB.

Enfin, un multiplicateur sur l'investissement public est défini. L'investissement public génère des effets de demande à court terme et d'offre à long terme (tableau 3 en annexe). Ceci est compatible avec des multiplicateurs plus forts à court terme et à long terme communs dans la littérature. À court terme, l'investissement public augmente directement la consommation des administrations publiques et génère des revenus. Les effets de demande générés par l'impulsion seront dépendants du cycle, comme pour le reste des mesures de demande. Contrairement aux autres postes de la demande, le capital public est complémentaire du capital privé[14]. Ainsi, en augmentant l'efficience productive du capital privé, un choc d'investissement public engendrera un surplus de PIB à long terme.

13. Voir Ducoudré, Plane et Villemot (2015).
14. Voir Creel, Hubert et Saraceno (2015).

Dans cette étude il est supposé que la valeur calibrée du multiplicateur par instrument et par horizon est identique dans tous les pays, ce qui est bien évidemment une hypothèse forte. La mise à jour des estimations des multiplicateurs par instrument pour la France et l'estimation empirique pour les autres cinq grandes économies étudiées pourraient constituer une suite logique à ce travail.

3. La prise en compte de la dynamique de la politique budgétaire est fondamentale

L'évaluation de l'impact de la politique budgétaire sur la croissance du PIB ne peut pas s'arrêter à celle des seules mesures budgétaires contemporaines et de leur effet immédiat sur la croissance. Il est aussi nécessaire de prendre en compte la dynamique de l'effet multiplicateur. Si la situation conjoncturelle est très dégradée, comme cela a été le cas depuis 2008, le multiplicateur sera peut être élevé de façon durable. En revanche, ajuster les comptes publics en situation d'un *output gap* nul aura un effet faible à court terme qui se dissipera rapidement. Le prévisionniste doit tenir compte des chocs budgétaires passés et de l'évolution du multiplicateur associé aux mesures passées afin d'éviter des erreurs de prévision.

Il est ainsi nécessaire de prendre en compte trois facteurs : (1) le contexte conjoncturel, (2) les instruments budgétaires mobilisés et (3) le *timing* de la mise en œuvre des instruments budgétaires. Les deux premiers facteurs ont été largement discutés par Creel, Heyer et Plane (2011). Avec le recul historique, il est désormais possible de mieux prendre en compte l'importance quantitative du troisième facteur.

Sur la base des impulsions budgétaires définies dans la section 1 et des multiplicateurs dynamiques présentés dans la section 2, l'effet de la politique budgétaire sur le PIB peut être calculé avec la formule suivante :

$$Effet\ PIB_t = \sum_{i \in o,d,fbcf} \sum_{k=0}^{10} m_{i,t-k}(OG_t) \times IB_{i;t-k}$$

Où i représente l'outil mobilisé (offre, demande ou investissement public), $m_{i,t-k}$ le multiplicateur dynamique en t d'une impulsion budgétaire (notée $IB_{i,t-k}$) avec l'outil i mise en œuvre en $t - k$.

3.1. Impact de la politique budgétaire dans six grandes économies entre 2008 et 2017

Parmi les six grandes économies analysées, trois groupes de pays se distinguent en ce qui concerne l'impact de la politique budgétaire mise en œuvre depuis 2008 sur le PIB (tableau 4). D'une part, le niveau du PIB aurait été rehaussé aux États-Unis (+0,5 point) et en Allemagne (+2,1 points) grâce aux nouvelles mesures budgétaires. Ensuite, le PIB aurait diminué en Italie, en France et au Royaume-Uni entre 1 et 4 points de PIB. Enfin, le PIB espagnol aurait été amputé de presque 7 points selon nos calculs. En moyenne dans les quatre grandes économies de la zone euro étudiées, le PIB aurait été amputé de 1,4 point sur l'ensemble de la période, à mi-chemin entre les pertes britanniques (-3 points) et les gains estimées outre-Atlantique.

Tableau 4. Impulsion budgétaire cumulée et impact sur le PIB (2008-2017)

	2008-2010	2011-2015	2016-2017	2008-2017
Impulsion budgétaire nationale				
Allemagne	2,0	-2,0	1,1	**1,2**
Espagne	7,4	-8,4	0,1	**-0,9**
France	3,1	-4,5	-0,1	**-1,5**
Italie	1,2	-3,6	0,5	**-1,8**
Zone euro – 4 pays	2,9	-3,9	0,5	**-0,5**
Royaume-Uni	3,9	-3,3	-2,3	**-1,7**
États-Unis	7,1	-6,5	0,6	**1,2**
Impact de la politique budgétaire nationale sur le niveau du PIB en volume				
Allemagne	2,1	-0,9	0,9	**2,1**
Espagne	3,5	-11,5	1,0	**-6,9**
France	2,5	-4,6	0,6	**-1,5**
Italie	1,2	-5,0	0,3	**-3,5**
Zone euro – 4 pays	2,2	-4,3	0,7	**-1,4**
Royaume-Uni	1,7	-3,6	-1,1	**-3,0**
États-Unis	6,3	-7,5	1,7	**0,5**

Sources : Ameco, CBO, calculs OFCE.

En distinguant par les trois sous-périodes identifiées, des différences entre les économies apparaissent. Entre 2008 et 2010, la politique budgétaire a contribué favorablement à l'activité et ce avec un multiplicateur globalement unitaire dans toutes les économies étudiées hormis

en Espagne ou au Royaume-Uni. Dans ce contexte, l'ampleur du soutien a été dépendant du niveau de la relance mise en œuvre, ce qui distingue les États-Unis du reste des économies étudiées. Au cours de la deuxième période identifiée (2011-2015), l'Espagne et l'Italie ont perdu entre 5,0 et 11,5 points de PIB. Ces pays auraient souffert particulièrement d'avoir engagé une consolidation alors que *l'output gap* restait creusé. En revanche, l'ajustement allemand, réalisé à un moment où le PIB était proche de son niveau potentiel, n'a pas pénalisé fortement son niveau d'activité (-0,9 point). Les États-Unis, la France et le Royaume-Uni se sont trouvés dans une situation intermédiaire. Enfin, au cours de la troisième phase (2016-2017), des divergences sont apparues sur la contribution de la politique budgétaire nationale à la croissance du PIB. D'un côté, le PIB américain a été soutenu par le retour d'une impulsion budgétaire positive ; en revanche, la politique budgétaire restrictive a amputé le PIB britannique de 1,1 point. Dans la zone euro, la croissance aurait été soutenue par la politique budgétaire (+0,7 point) et ceci au-delà de la légère impulsion budgétaire mise en œuvre.

Certaines différences entre l'orientation de la politique budgétaire et son impact sur le PIB peuvent s'expliquer par l'impact immédiat des nouvelles mesures budgétaires. En particulier, les mesures prises sur les instruments affectant la demande auront des effets immédiats dépendant de la position cyclique de l'économie. Toutefois, la position cyclique aura aussi une influence sur la pérennité des effets des chocs budgétaires à travers la dynamique du multiplicateur. Ainsi, la dissipation de l'effet expansionniste de la relance de 2008-2010 sera d'autant plus rapide que les économies sortent rapidement des situations de fort chômage et, de la même façon, les effets récessifs de la consolidation seront effacés d'autant plus rapidement que l'économie sort – sous l'influence d'autres chocs – rapidement de la situation de fort chômage. Ainsi, l'impact dynamique de la politique budgétaire nationale sur la croissance ne sera pas indépendant des autres chocs affectant la dynamique des différentes économies (monétaires, de taux de change, de prix de matières premières).

Aux États-Unis, les effets dynamiques de la politique budgétaire ont été forts tout au long de la période 2012-2017. Ceci s'explique en partie par la moindre persistance du niveau d'*output gap.* Par rapport à la zone euro, l'économie américaine n'a pas seulement bénéficié d'un calendrier d'ajustement budgétaire plus favorable mais aussi d'un soutien monétaire plus précoce. Ainsi, hors politique budgétaire, la croissance

américaine a permis de sortir plus rapidement de la crise, sans tomber dans une double récession comme ce fut le cas de la zone euro dans son ensemble (et notamment des pays les plus affectés par la crise des dettes souveraines comme l'Espagne et l'Italie dans notre champ d'étude). Ainsi, une partie de l'impact expansionniste de la relance budgétaire de 2008-2010 (+6,3 points de contribution à la croissance) a été effacée au cours de la période 2012-2014 (-2,2 points). En revanche, ce mouvement a été de signe contraire au cours de la phase de consolidation budgétaire. En situation d'*output gap* fermé, une impulsion budgétaire négative est rapidement annulée. Ainsi, entre 2015 et 2017, la dissipation des effets récessifs des ajustements passés aurait contribué à la valeur ajoutée à hauteur de 1,5 point de PIB selon nos calculs.

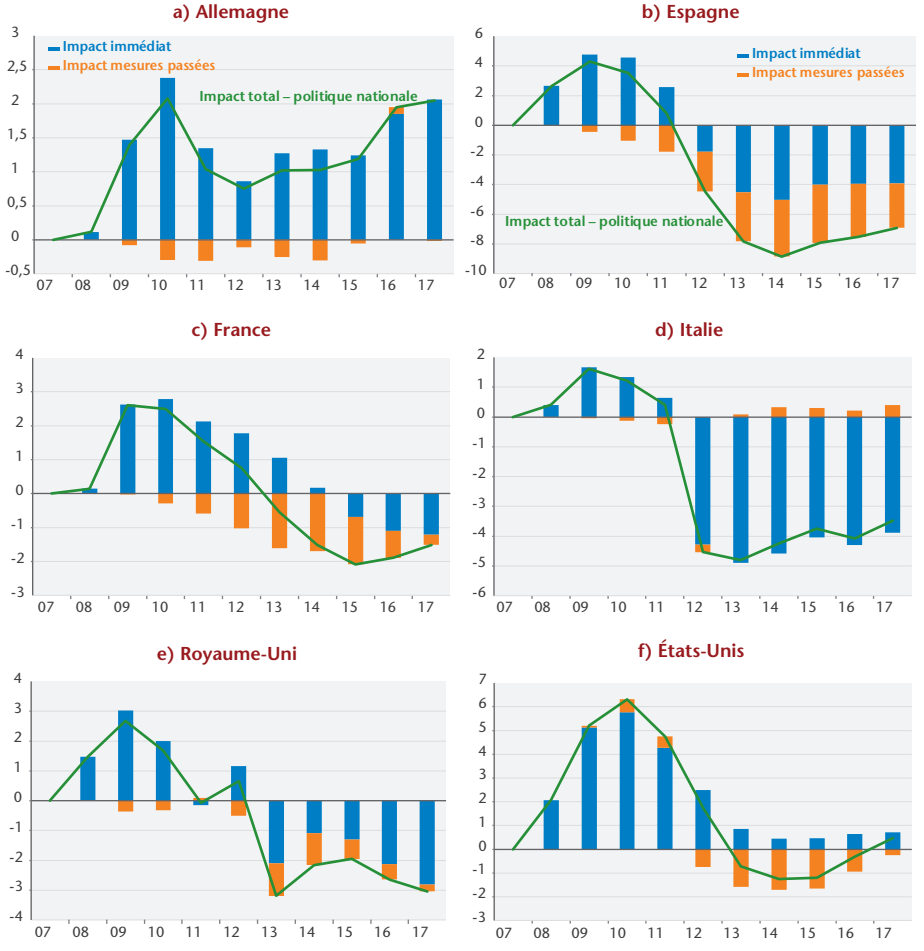
Le cas espagnol est particulièrement intéressant pour observer l'impact dynamique de la politique budgétaire (graphique 3b). En 2012 et 2013, la consolidation budgétaire est réalisée au moment où la crise est très sévère. L'ajustement est réalisé à travers des mesures affectant directement la demande et le revenu des ménages, ce qui a aggravé le problème. Ainsi, le multiplicateur associé aux nouvelles mesures était bien supérieur à l'unité. Avec la normalisation de la situation financière et la reprise – lente – de l'activité en zone euro la situation change progressivement. Depuis 2015, la politique budgétaire est devenue un soutien à la croissance en Espagne. Ceci reflète bien évidemment la pause réalisée sur l'ajustement[15]. Ceci n'explique pas tout car la dissipation des effets récessifs de la forte consolidation de 2011-2013 a commencé à se matérialiser. Ainsi, la contribution des mesures discrétionnaires passées à la croissance a été très forte entre 2016 et 2017 (0,5 point de contribution par an au cours de cette période). La dynamique du multiplicateur explique une part des bonnes performances de l'économie espagnole récentes, difficilement explicables par les seuls chocs instantanés que ce pays subissait. Un cas similaire s'applique pour le cas italien (graphique 3d), mais à une moindre échelle (la dynamique du multiplicateur expliquerait 0,7 point d'activité entre 2013 et 2017). Une question reste ouverte dans ces deux pays : la politique budgétaire mise en œuvre a-t-elle contribué à la normalisation des conditions financières ? Dans ce cas, on peut

15. Avec même une impulsion budgétaire positive en 2015 qui a failli déclencher des sanctions à l'encontre de l'Espagne dans le cadre de la procédure de déficit excessif ouverte au lendemain de la crise.

penser que notre évaluation sous-estime la contribution des impulsions budgétaires à la croissance. Résumer la situation cyclique à la seule mesure de l'écart de production peut donc s'avérer insuffisant pour tenir compte de l'ensemble des déterminants du multiplicateur.

L'impact sur le PIB de la politique budgétaire française est positif depuis 2016, alors même que la consolidation budgétaire se poursuit. Ceci s'explique d'une part par la dissipation des effets récessifs de la restriction budgétaire faite avec des instruments affectant directement la demande, de façon particulièrement marquée entre 2012 et 2014.

Graphique 3. Impact cumulé de la politique budgétaire sur le niveau du PIB (en points de PIB)



Source : calculs OFCE.

Ceci rapproche le cas français des cas espagnol et italien. D'autre part, à partir du virage de la « politique de l'offre », l'impulsion budgétaire agrégée est devenue plus neutre (impulsion budgétaire moyenne par an de -0,2 point de PIB entre 2015 et 2017 contre -1,0 de PIB par an entre 2011 et 2014) mais ce chiffre global masque un sur-ajustement sur les instruments de demande servant à financer une impulsion positive du côté des prélèvements sur les entreprises[16] – à la fois à faible impact immédiat et avec une montée en charge progressive. Ainsi, depuis 2015 l'impact récessif immédiat des nouvelles mesures reste comparable (-0,5 point de contribution à la croissance du PIB en moyenne par an) à ce qui était observé entre 2011 et 2014 (-0,7 point de PIB de contribution par an). Toutefois, la dynamique du multiplicateur permet de contrer ces effets immédiats. En particulier, depuis 2016 la croissance française est soutenue par la montée en charge des instruments d'offre qui soutiennent l'investissement des entreprises grâce à leurs effets sur les marges et surtout grâce à l'annulation progressive des effets de la politique restrictive passée sur la demande. Au total, la contribution des mesures budgétaires passées sur la croissance s'est établie en moyenne à 0,5 point de PIB par an entre 2015 et 2017.

L'analyse de l'impact de la politique budgétaire sur la croissance du PIB ne peut pas négliger les *spillover* générés sur les partenaires commerciaux. La réduction de la demande intérieure générée par les impulsions budgétaires négatives affectera le niveau des importations du pays en question en fonction de la part de la demande intérieure servie par les importations. Ce choc sur la demande de biens importés se traduira par de moindres exportations pour les autres pays en fonction de leurs parts de marché dans le pays en question. Ainsi, l'effet récessif de la politique budgétaire dans certains pays de la zone euro a été aggravé par la concomitance des ajustements au sein de l'union monétaire. Ceci a non seulement réduit la demande intérieure mais aussi la demande étrangère adressée aux États membres. Ce choc de source externe aurait aggravé la récession, maintenu l'*output gap* durablement ouvert et généré un effet plus pérenne de l'ajustement budgétaire (tableau 5).

16. R. Sampognaro, 2016, « 2010-2017 : un choc fiscal concentré sur les ménages », *OFCE,le blog* 14 novembre 2016.

Tableau 5. Impact total de la politique budgétaire sur le niveau du PIB (2008-2017)

	2008-2010	2011-2015	2016-2017	2008-2017
Impact de la politique budgétaire nationale				
Allemagne	2,1	-0,9	0,9	**2,1**
Espagne	3,5	-11,5	1,0	**-6,9**
France	2,5	-4,6	0,6	**-1,5**
Italie	1,2	-5,0	0,3	**-3,5**
Zone euro – 4 pays	2,2	-4,3	0,7	**-1,4**
Royaume-Uni	1,7	-3,6	-1,1	**-3,0**
États-Unis	6,3	-7,5	1,7	**0,5**
Impact de la politique budgétaire étrangère				
Allemagne	1,1	-2,1	0,2	**-0,8**
Espagne	0,8	-1,5	0,2	**-0,5**
France	0,8	-1,5	0,2	**-0,5**
Italie	0,8	-1,4	0,2	**-0,5**
Royaume-Uni	0,8	-1,5	0,2	**-0,5**
États-Unis	0,2	-0,3	0,0	**-0,1**
Impact total de la politique budgétaire				
Allemagne	3,2	-3,0	1,1	**1,3**
Espagne	4,3	-12,9	1,2	**-7,4**
France	3,3	-6,1	0,7	**-2,0**
Italie	2,0	-6,4	0,4	**-4,0**
Royaume-Uni	2,5	-5,1	-0,9	**-3,5**
États-Unis	6,5	-7,8	1,7	**0,4**

Sources : Ameco, CBO, calculs OFCE.

Les États-Unis, par leur taille et leur relatif éloignement, sont une économie qui échange moins avec le reste du monde. Dans ce contexte ils auraient été moins affectés par la baisse de la demande étrangère de la part des autres grandes économies avancées étudiées. Sur l'ensemble de la période 2008-2017, une perte de 0,1 point de PIB d'activité serait expliquée par la consolidation budgétaire de ces partenaires commerciaux européens. En Europe, les pertes d'activité liées à la politique budgétaire des partenaires sont plus importantes. Ces pertes s'étalent entre 0,5 point de PIB (en Espagne, en Italie, en France et au Royaume-Uni) à 0,8 point en Allemagne. Les plus grandes pertes

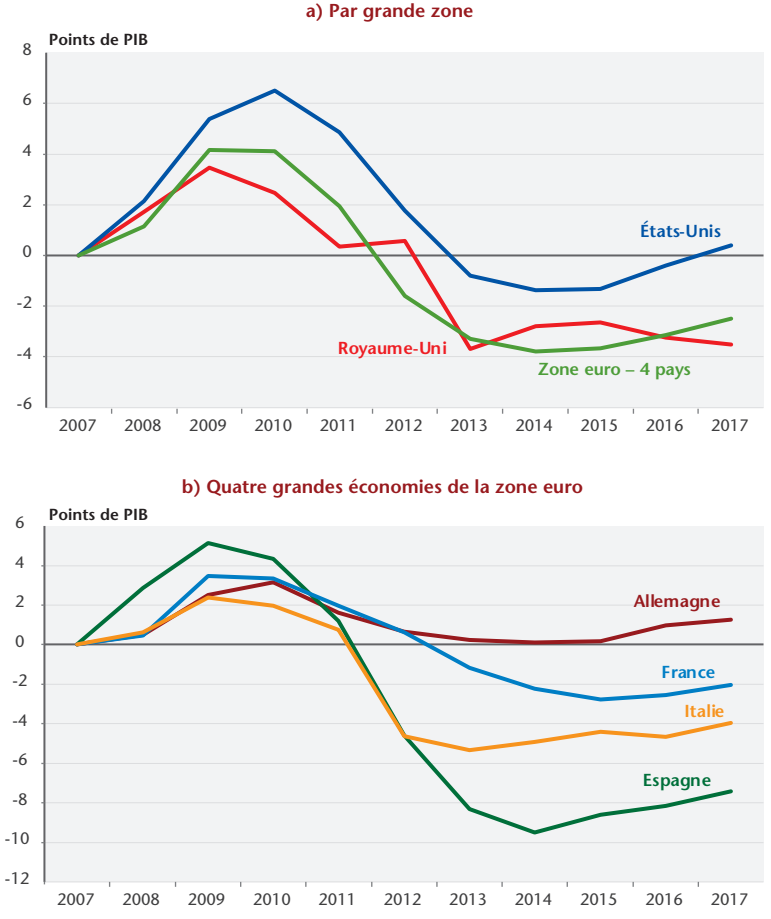
allemandes peuvent s'expliquer par deux facteurs : d'une part, les autres pays européens bénéficient de l'impulsion budgétaire allemande positive sur l'ensemble de la période et, d'autre part, l'économie allemande est plus ouverte aux flux commerciaux internationaux et donc plus sensible aux variations de la demande étrangère.

Ainsi, en tenant compte à la fois de l'impact domestique de la politique budgétaire et des *spillover* internationaux, les résultats qualitatifs restent inchangés (graphique 4). On observe bien trois groupes de pays en fonction de la contribution de la politique budgétaire au niveau du PIB. D'une part, le PIB allemand et américain aurait été soutenu par les impulsions budgétaires mises en place dans les six grandes économies avancées étudiées. À l'autre extrême, l'Espagne se distingue par des pertes d'activité et d'emplois massives (-7,4 points de PIB) et particulièrement au cours de la période 2011-2015 (-12,9 points de PIB). Enfin, l'Italie (-4 points), le Royaume-Uni (-3,5 points) et la France (-2 points) sont dans une position intermédiaire. Il faut remarquer que si les pertes de PIB italiennes sont supérieures à celles estimées au Royaume-Uni, le niveau de l'impulsion budgétaire cumulée est totalement comparable. Ce décalage s'expliquerait par le décalage dans le calendrier de mise en œuvre de l'ajustement budgétaire entre ces deux pays. L'Italie, comme le reste de la zone euro, a engagé l'ajustement de façon plus précoce et alors même que le pays entrait dans une « double récession ». Ceci a généré à la fois des effets récessifs immédiats plus forts de la politique budgétaire et des effets récessifs plus persistants. La prise en compte des effets dynamiques de la politique budgétaire aurait permis d'améliorer le séquençage de la politique budgétaire dans l'union monétaire.

3.2. Impact de la politique budgétaire prévue pour 2018-2019

La tendance à la convergence des politiques budgétaires observée depuis 2016 ne devrait pas être durable. Au cours des deux prochaines années l'impulsion budgétaire sera radicalement différente dans les espaces économiques étudiés. Sur fond de *Brexit,* le Royaume-Uni a engagé une nouvelle phase de consolidation budgétaire et à partir de 2018 ; avec l'application du programme économique de D. Trump, la politique budgétaire américaine devrait être fortement expansionniste malgré un *output gap* fermé. Seule la zone euro devrait garder une politique budgétaire relativement neutre.

Graphique 4. Impact cumulé total de la politique budgétaire sur le niveau du PIB (2008-2017)

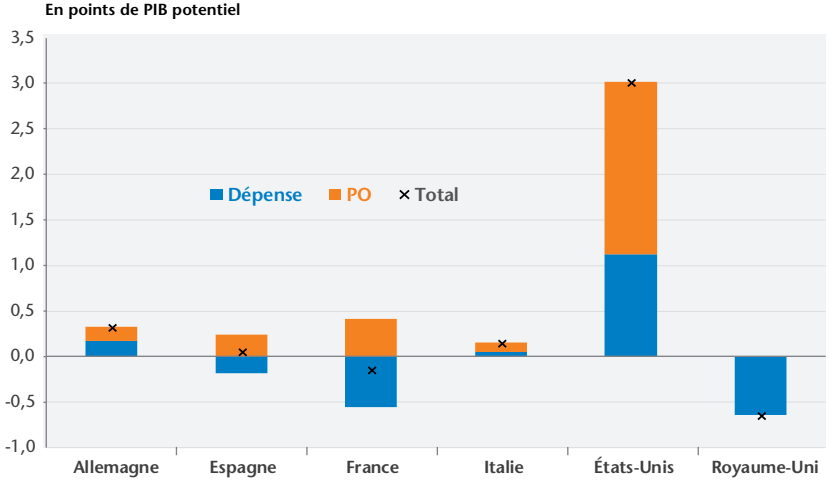


Source : calculs OFCE.

L'heure n'est plus à l'austérité généralisée (graphique 5). Au contraire, la politique budgétaire sera franchement expansionniste dans la plus grande économie mondiale et, dans une moindre mesure, dans la plus grande économie de l'Union européenne. Toutefois, le soutien à la croissance mondiale serait bien moindre. La relance est faite dans des pays où *l'écart de production* est proche de 0, ce qui réduit le niveau des multiplicateurs de demande, dépendants du cycle. Ainsi, l'impulsion budgétaire américaine de 3 points liée à l'application de la majorité républicaine n'aura qu'un effet de 1,5 point sur le PIB américain à horizon 2019.

Si en Espagne et en France la politique budgétaire est neutre au cours de la période, des économies de dépenses publiques sont prévues pour financer des mesures à faible multiplicateur à court terme. Lorsque l'on tient compte de la composition des nouvelles mesures, la croissance sera réduite de 0,1 point par an en France. En Espagne, les nouvelles mesures donneront certes un surplus de croissance de 0,2 point en 2018 mais qui sera effacé par les mesures de 2019. Enfin, au Royaume-Uni, la politique budgétaire sera restrictive alors que la situation cyclique se dégrade. Toutefois, comme le multiplicateur est faible du fait d'un *output gap* fermé, les mesures prises au cours des deux prochaines années amputeront la croissance britannique de seulement 0,1 point en 2018 et de 0,2 point en 2019.

Graphique 5. Impulsions budgétaires cumulées en 2018-2019



Source : calculs OFCE.

Lorsque l'on tient compte des effets dynamiques de la politique budgétaire le diagnostic change. En 2018, la politique budgétaire aura un impact positif sur la croissance dans tous les pays sauf en Allemagne où l'impact sera nul. Les mesures passées auront un impact favorable sur la croissance dans tous les pays hormis l'Allemagne (tableau 6). En 2019, les effets des politiques passées cesseront de soutenir la croissance en Espagne et en Italie. En revanche, les effets différés de la politique de l'offre financés par un choc négatif sur la demande resteront toujours visibles en France. Au final, à l'horizon 2019, l'impact de la politique budgétaire restera fortement positif aux États-Unis, malgré

la faiblesse des multiplicateurs associés aux mesures mises en place, et plus modéré en France, où l'activité bénéficie encore de la montée en charge des dispositifs passés. La politique budgétaire aurait un impact nul en Allemagne et très faible en Italie et légèrement positif au Royaume-Uni (0,1 point). Enfin, en Espagne, si le gouvernement met en œuvre l'austérité retardée jusqu'à présent par la crise politique, la croissance serait amputée de 0,3 point.

Tableau 6. Effet de la politique budgétaire sur le PIB

En point de PIB	DEU	ESP	FRA	ITA	GBR	USA
			2018			
Impulsion budgétaire	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,3	1,5
Impact sur le PIB…	0,0	0,4	0,1	0,2	0,1	1,3
…des mesures contemporaines	*0,1 [0,5]*	*0,2 [0,7]*	*-0,2 [*]*	*0,0 [1,5]*	*-0,1 [0,8]*	*0,8 [0,5]*
…des mesures passées	*-0,1*	*0,2*	*0,3*	*0,2*	*0,3*	*0,5*
			2019			
Impulsion budgétaire	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,3	1,5
Impact sur le PIB…	0,0	-0,3	0,2	-0,1	0,1	0,8
…des mesures contemporaines	*0,1 [0,7]*	*-0,2 [1,2]*	*0,1 [0,2]*	*0,1 [0,5]*	*-0,2 [0,8]*	*0,7 [0,5]*
…des mesures passées	*-0,1*	*-0,1*	*0,1*	*-0,2*	*0,3*	*0,1*

Note de lecture : entre crochets on peut lire le multiplicateur apparent des nouvelles mesures, tenant compte notamment de la composition de l'impulsion. Pour la France la valeur en 2018 est en apparence très élevée car l'impulsion budgétaire est nulle.
Source : calculs OFCE.

4. Conclusion

La *Grande Récession* a marqué le retour en grâce de la politique budgétaire comme instrument de stabilisation conjoncturelle. Au lendemain de la crise des *subprime* les grandes économies avancées ont mis en place un vaste plan de relance de façon coordonnée pour stopper la récession. Ensuite, à partir de 2011, avec le début de la reprise et de la normalisation financière, une phase de consolidation budgétaire a été engagée. Contrairement à la phase de relance, l'ajustement n'a pas été simultané, avec un début plus précoce de l'ajustement et de façon plus forte en zone euro. Depuis 2016, la politique budgétaire est devenue neutre.

Le recours à l'outil budgétaire pour stabiliser la croissance a réanimé les débats sur l'efficience de ce choix. Ces débats sont vifs car les diffé-

rents cadres théoriques aboutissent à des évaluations du multiplicateur de la politique budgétaire très différentes, allant d'un effet nul – voire négatif – dans les modèles RBC à des multiplicateurs très élevés dans des cadres keynésiens avec des contraintes de liquidité. La littérature empirique montre elle-aussi une grande incertitude sur le niveau du multiplicateur. Certains auteurs parlent du « marécage du multiplicateur ». Avec la multiplication des études, il existe tout de même un consensus relatif sur la valeur du multiplicateur à court terme. Il serait positif et proche de l'unité. En revanche, l'effet à long terme d'un choc budgétaire reste sujet à débats. Entre autres, il dépend de la situation conjoncturelle. Les effets de la politique budgétaire peuvent être pérennes s'il y a un nombre significatif d'agents privés contraints financièrement ou si la banque centrale ne peut pas réagir à la politique budgétaire – notamment en cas de *ZLB*. Ces deux derniers facteurs sont particulièrement prégnants depuis le déclenchement de la crise financière globale.

La prise en compte de la dynamique du multiplicateur permet d'améliorer l'évaluation des effets de la politique budgétaire au cours de la dernière décennie. Selon nos calculs, le PIB allemand aurait été soutenu par les nouvelles mesures budgétaires, alors que le PIB aurait diminué en Italie, en France et au Royaume-Uni d'un montant compris entre 1,5 et 3,5 points de PIB. Enfin, le PIB espagnol aurait été amputé de 7,5 points.

L'Allemagne, le Royaume-Uni et les États-Unis ont attendu que *l'output gap* soit fermé avant d'engager la politique d'ajustement tandis que les autres pays de la zone euro se sont lancés dans la consolidation au cours d'une phase cyclique particulièrement dégradée. En zone euro, l'ajustement budgétaire a été fait au moment où les multiplicateurs étaient élevés et ce de façon durable tandis que le contraire a été observé aux États-Unis et au Royaume-Uni. Ainsi, les effets récessifs de la consolidation ont été mieux maîtrisés en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Le prévisionniste gagne aussi à prendre en compte les effets dynamiques de la politique budgétaire. Par exemple, la prise en compte des effets décalés de la politique budgétaire explique une partie significative des bonnes performances de l'économie espagnole au cours des dernières années. Ces performances sont difficilement explicables par les autres chocs (prix du pétrole, taux de change, chocs financiers, etc.) que ce pays subit. Un constat proche peut être fait pour le cas français.

La politique budgétaire passée – et sa composition par instrument – permet d'expliquer en partie la vigueur de la reprise en cours. D'une part, les effets récessifs de la consolidation par la demande s'estompent et d'autre part les effets de mesures influençant l'offre et l'accumulation de facteurs de production se matérialisent.

Si la théorie suggère que la dynamique du multiplicateur dépend du contexte conjoncturel, nous avons supposé que ceci pouvait être mesuré exclusivement avec l'*output gap*. Implicitement, nous avons supposé qu'il existe une « divine coïncidence » entre *output gap*/présence des contraintes de liquidité/contraintes sur la politique monétaire, facteurs influençant tous le niveau du multiplicateur budgétaire. En particulier, l'efficacité de la politique budgétaire est fortement dépendante de la crédibilité sur les finances publiques. Des relances budgétaires qui accroîtraient la prime de risque peuvent amoindrir le multiplicateur. Une meilleure prise en compte de ces facteurs cycliques déterminant la dynamique du multiplicateur peut être une piste de recherche pour le futur. Ceci permettrait d'améliorer les outils destinés à la prévision de la croissance et à l'évaluation de l'impact de la politique budgétaire. L'estimation de multiplicateurs dynamiques par pays peut aussi permettre d'améliorer nos estimations quantitatives.

Références

Blanchard Olivier J. et Daniel Leigh, 2013, « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers », *American Economic Review*, American Economic Association, 103(3) : 117-120, mai.

Creel Jérôme, Éric Heyer et Mathieu Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps. Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, Presses de Sciences Po, n° 116, pp. 61-88.

Creel Jérôme, Paul Hubert et Francesco Saraceno, 2015, « Une analyse empirique du lien entre investissement public et privé », *Revue de l'OFCE*, n° 144, décembre.

Daubaire Aurélien, Geoffreoy Lefebvre et Olivier Meslin, 2017, « La maquette de prévision Opale », *Documents de Travail de la DG Trésor*, numéro 2017/6.

Ducoudré Bruno, Mathieu Plane et Raul Sampognaro, 2017, « Dépenses publiques : quels enjeux pour le prochain quinquennat ? », *OFCE policy brief*, 17, avril.

Ducoudré Bruno, Mathieu Plane et Sébastien Villemot, 2015, « Équations d'investissement : une comparaison internationale dans la crise », *Revue de l'OFCE*, n° 138, juin.

Dufernez Anne-Sophie, Claire Elezaar, Pierre Leblanc, Emmanuelle Masson, Harry Partouche José Bardaji, Benoît Campagne, Marie-Baïanne Khder, Quentin Lafféter, Olivier Simon, 2017, « Le Modèle Macroéconométrique Mésange : réestimation et nouveautés », *Documents de Travail de la DG Trésor*, numéro 2017/04, mai.

Gechert Sebastian et Henner Will, 2012, « Fiscal Multipliers: A Meta Regression Analysis », *IMK Working Paper*, 97, IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.

Heyer Éric, 2012, « Une revue récente de la littérature sur les multiplicateurs budgétaires : la taille compte ! », *OFCE le blog*, novembre.

Heyer É. et R. Sampognaro, 2015, « L'impact des chocs économiques sur la croissance dans les pays développés depuis 2011 », *Revue de l'OFCE,* n° 138, juin.

Leeper Eric M., Nora Traum et Todd B. Walker, 2017, « Clearing Up the Fiscal Multiplier Morass », *American Economic Review*, American Economic Association, 107(8) ; 2409-2454, août.

Mourre Gilles, George-Marian Isbasoiu, Dario Paternoster et Matteo Salto, 2013, « The cyclically-adjusted budget balance used in the EU fiscal framework: an update », *European Economy - Economic Papers 2008-2015,* 478, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.

OFCE, 2017, « Investissement public, capital public et croissance », rapport.

OFCE, 2018, « France : retour à meilleure fortune. Perspectives 2018-2019 pour l'économie française », *Revue de l'OFCE*, n° 155.

Sampognaro R., 2015, « Le casse-tête potentiel de la mesure des économies en dépenses publiques », *OFCE le blog*, novembre 2015.

Sampognaro R., 2016, « 2010-2017 : un choc fiscal concentré sur les ménages », *OFCE le blog*, 14 novembre.

ANNEXE : Hypothèses de multiplicateur par type d'instrument

A1. Impact sur le PIB d'une impulsion faite avec une mesure de demande

	1ere année	2e année	3e année	4e année	5e année	6e année	7e année	8e année	9e année
OG =-4	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0
OG =-3,75	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9
OG =-3,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
OG =-3,25	1,3	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
OG =-3	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
OG =-2,75	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
OG =-2,5	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
OG =-2,25	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
OG =-2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
OG =-1,75	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
OG =-1,5	0,9	0,8	0,8	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
OG =-1,25	0,9	0,8	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
OG =-1	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
OG =-0,75	0,8	0,7	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
OG =-0,5	0,7	0,6	0,5	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
OG =-0,25	0,7	0,6	0,5	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
OG =0	0,6	0,5	0,4	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0

Source : calculs OFCE.

A2. Impact sur le PIB d'une impulsion faite avec un instrument d'offre

	1ere année	2e année	3e année	4e année	5e année	6e année	7e année	8e année	9e année
Tout OG	0,3	0,5	0,7	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2

Source : calculs OFCE.

A3. Impact sur le PIB d'une impulsion faite avec l'investissement public

	1ere année	2e année	3e année	4e année	5e année	6e année	7e année	8e année	9e année
OG =-4	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5
OG =-3,75	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5	1,4
OG =-3,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4
OG =-3,25	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3
OG =-3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3
OG =-2,75	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2
OG =-2,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1
OG =-2,25	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
OG =-2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0
OG =-1,75	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
OG =-1,5	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
OG =-1,25	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
OG =-1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
OG =-0,75	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
OG =-0,5	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
OG =-0,25	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
OG =0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5

Source : calculs OFCE.