

# iAGS, un rapport annuel indépendant

par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#) et [Xavier Timbeau](#)

L'austérité budgétaire dans la zone euro est un échec retentissant. Après deux années successives de restrictions budgétaires, la zone euro se prépare à engager, en 2013, une nouvelle phase d'austérité. Sur la base d'un travail collectif ayant abouti à la publication du [premier rapport iAGS 2013](#), les instituts économiques ECLM au Danemark, IMK en Allemagne et l'OFCE montrent que cette stratégie mène à une situation dramatique : la zone euro sera en récession en 2013, comme en 2012, et le chômage va continuer d'augmenter, pour atteindre près de 27 millions d'Européens résidant dans la zone euro à la fin 2013.

Cette situation n'est pas soutenable, socialement et économiquement, et elle ne l'est pas non plus du point de vue des finances publiques : les cures d'austérité ont des effets réels si néfastes que les déficits et les dettes publics ne peuvent pas durablement baisser. La stratégie européenne doit donc être discutée et une alternative proposée. Celle-ci consiste, en respectant les traités européens en vigueur, à atténuer dès 2013 l'effort d'austérité budgétaire : il faut passer d'une baisse programmée du déficit corrigé de la conjoncture de 1,4% du PIB pour l'ensemble de la zone euro à une baisse de 0,5% du PIB. Et en invoquant les circonstances exceptionnelles que traverse la zone euro – qui prétendra qu'une troisième année de récession anticipée, après celles déjà bien effectives de 2009 et 2012, n'est pas exceptionnelle ? -, il faudrait même décaler dans le temps les efforts d'ajustement. Le rapport iAGS montre que cette stratégie permettrait effectivement de converger vers un ratio de dette publique conforme aux traités européens et à l'horizon de 20 ans qu'imposent ces mêmes traités, tout en

limitant considérablement les coûts sur l'emploi et la croissance.

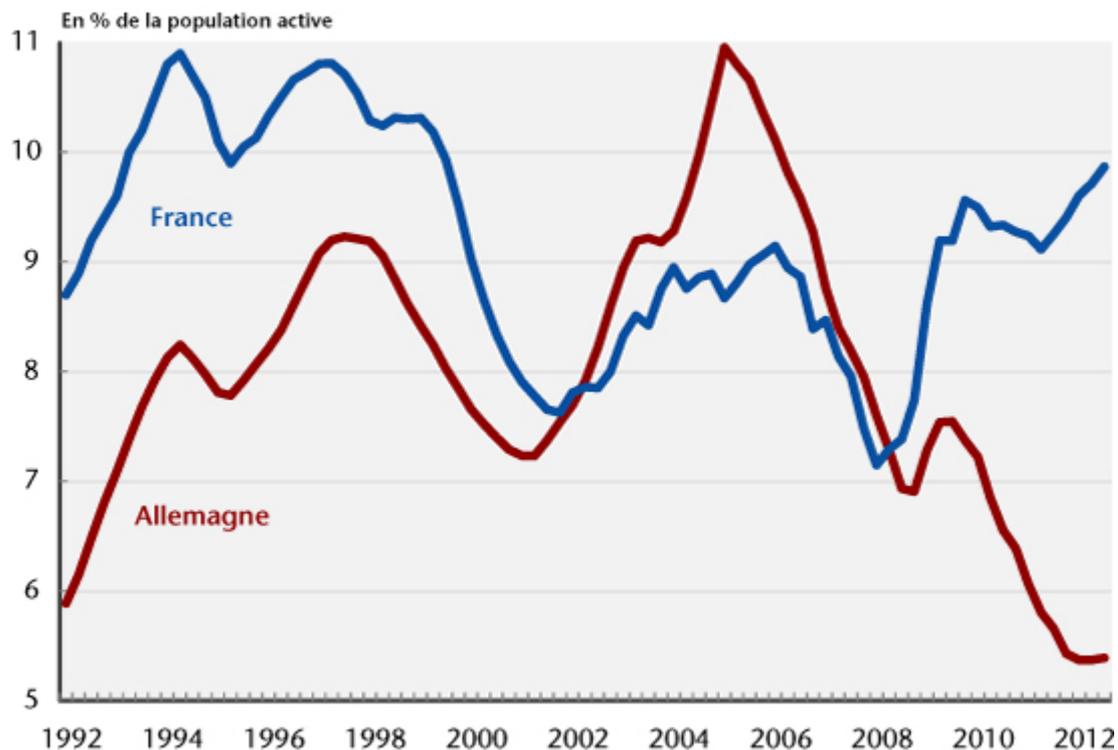
---

# Le chômage augmente en France, la pauvreté en Allemagne

Par [Eric Heyer](#)

La France sera-t-elle la nouvelle Grèce comme l'affirme l'hebdomadaire *The Economist*? Les réformes françaises doivent-elles s'accélérer et s'inspirer de celles menées il y a 10 ans outre-Rhin ? Pour l'opinion publique allemande, pour ses autorités ainsi que pour une grande partie des experts économiques, cela ne fait aucun doute. Outre un déficit public plus faible, l'Allemagne aurait avant tout réussi à baisser significativement son taux de chômage contrairement à son voisin français. Parti d'un niveau similaire au début des années 2000 (proche des 7,7 % fin 2001), le taux de chômage se situe aujourd'hui à 5,4 % de la population active en Allemagne, soit 4,5 points de % de moins qu'en France (graphique 1).

Graphique 1 : Evolution comparée du taux de chômage en Allemagne et en France depuis 20 ans

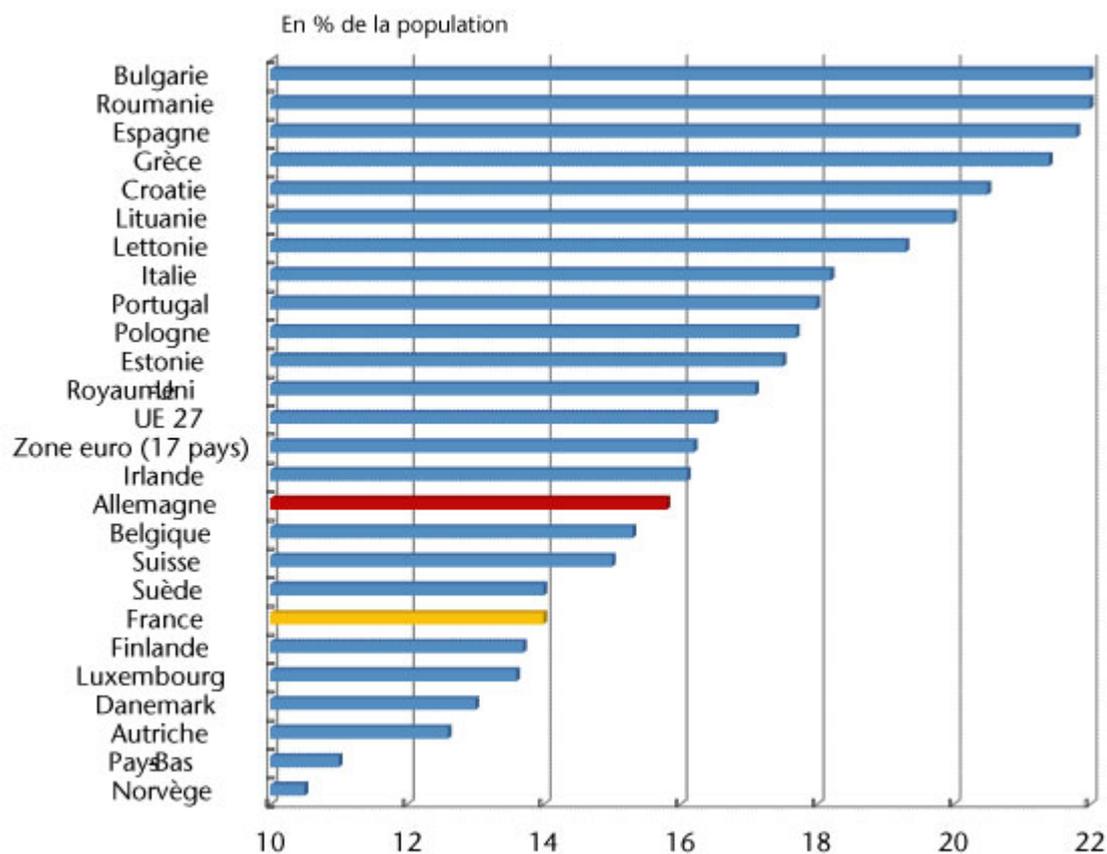


Source : BIT.

L'objet de ce billet n'est pas de revenir sur les raisons de ce différentiel – qui ont par ailleurs déjà fait l'objet de notes sur ce blog (voir notamment l'impact de la démographie par [G. Cornilleau](#), de la baisse de la durée du travail par [E. Heyer et M. Plane](#) et de la montée des inégalités hommes-femmes par [H. Périvier](#)) - mais simplement de signaler que cette baisse du chômage en Allemagne s'est accompagnée d'une forte augmentation de la pauvreté.

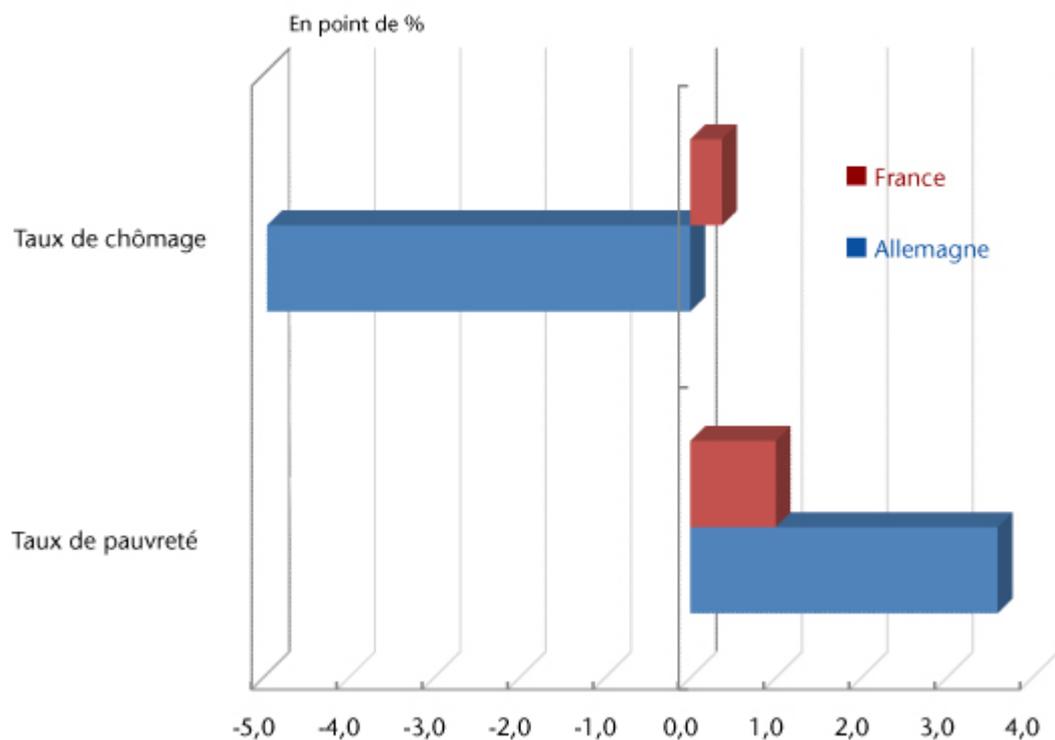
D'après Eurostat, au cours des six dernières années, le taux de pauvreté, mesuré au seuil de 60 % du revenu médian, aurait augmenté de 3,6 points de pourcentage en Allemagne, augmentation quatre fois plus importante que celle observée en France (0,9 point). En 2011, malgré la forte baisse du chômage et un différentiel important avec la France, le taux de pauvreté en Allemagne se situerait à 1,8 point au-dessus – soit plus de 11 % de plus – de celui observé en France (graphiques 2 & 3).

Graphique 2 : Taux de pauvreté (60 % du revenu médian) en 2011



Source : Eurostat.

Graphique 3 : Évolution du taux de chômage et du taux de pauvreté (60 % du revenu médian) en France et en Allemagne au cours de la période 2005-2011



Source : Eurostat.

Il existe donc bien une face cachée des réformes menées en Allemagne depuis plus de dix ans qui a conduit vers moins de chômage mais plus de pauvreté.

---

# Le dilemme de la compétitivité

Par [Jean-Luc Gaffard](#)

La compétitivité d'une nation est un sujet complexe. Certains s'insurgent contre le vocable lui-même qui ne saurait s'appliquer à une nation et n'aurait de sens que pour une entreprise. Il est vrai que si une entreprise gagne des parts de marché, elle le fait forcément au détriment de l'entreprise concurrente. Il est non moins vrai que lorsqu'un pays exporte davantage vers un autre, les revenus supplémentaires ainsi gagnés par le premier viendront, pour partie, alimenter une demande au bénéfice du second. Les bénéfices de l'un deviennent la condition des bénéfices de l'autre. Cet aller-retour justifie un commerce international dont la finalité est une meilleure utilisation des ressources de par le monde, dont les bénéfices sont partagés entre tous, voire équitablement partagés. Cette histoire a du sens. Elle signale effectivement que la compétitivité d'une nation n'est pas assimilable à celle d'une entreprise.

Pourtant, les déséquilibres globaux existent, qui se traduisent par des excédents ou des déficits commerciaux

durables résultant d'écart de compétitivité entre les entreprises des pays concernés. Ils exigent des réponses de politique économique appropriées dont l'enjeu est de rendre possible ce que d'aucuns ont appelé le voyage de retour, c'est-à-dire la mise en route de ce mécanisme qui veut que les revenus gagnés par l'un deviennent une demande pour l'autre. C'est devant cette difficulté que la France se trouve aujourd'hui. Accumulant les déficits commerciaux depuis 2002, elle est bel et bien confrontée à un problème de compétitivité de ses entreprises sur des marchés mondiaux, sans plus avoir la possibilité de recourir à l'arme du taux de change. Clairement, le déficit commercial persistant est plus préoccupant que le déficit public et sa résorption devrait être une priorité. C'est bien pourquoi les appels se sont multipliés en faveur d'un choc de compétitivité, c'est-à-dire de mesures de politique économique susceptibles de rétablir la compétitivité des entreprises en diminuant leurs coûts de production.

Cela étant dit, un choc de compétitivité n'est pas simple à mettre en œuvre. Bien sûr, dans une économie développée, la compétitivité des entreprises est avant tout une compétitivité hors coût qui repose sur la capacité des entreprises à occuper des niches technologiques ou de marché. Mais retrouver cette forme de compétitivité exige des investissements et du temps. Aussi la compétitivité hors coût n'est elle pas indépendante de la compétitivité prix immédiate. Rétablir rapidement les taux de marge devient ainsi une condition nécessaire, sans doute non suffisante, d'un retour à la compétitivité hors coût. Une telle exigence est d'autant plus forte que l'obtention de marchés captifs par différenciation requiert des coûts de R&D et d'exploration de la clientèle souvent très importants.

La difficulté que doit affronter l'économie française vient de ce que le rétablissement nécessaire des taux de marge risque de se faire au détriment du pouvoir d'achat des ménages et donc de la demande intérieure. Les gains de compétitivité pourraient rester lettre morte si la demande finale devait

s'effondrer. D'ailleurs, rien ne permet d'affirmer que le seul rétablissement des taux de marge se traduira par un regain d'investissement quand, précisément, les entreprises doivent faire face à un ralentissement sinon une chute de la demande.

Il semble bien, cependant, qu'il faille tenir les deux bouts de la chaîne : la compétitivité prix à court terme et la compétitivité hors prix à moyen terme. Rétablir rapidement les taux de marge requiert le transfert du financement de la protection sociale sur l'impôt payé par les ménages. Permettre aux entreprises de retrouver une compétitivité hors prix suppose d'améliorer encore le niveau des infrastructures et d'aider à la constitution d'écosystèmes de production alliant relations de proximité et internationalisation des processus de production. Dans l'un et l'autre cas, la question posée est celle de la stratégie fiscale et budgétaire à mettre en œuvre. La difficulté vient de la hiérarchisation des objectifs. Si priorité est donnée à un rétablissement immédiat des comptes publics, ajouter aux ponctions fiscales déjà effectuées sur les ménages un alourdissement supplémentaire lié au transfert de charges fait effectivement courir le risque d'un effondrement de la demande. Dès lors, soit il faut admettre qu'un tel transfert n'est réellement possible qu'en situation de croissance relativement forte et le repousser à plus tard, soit il faut donner la priorité au redressement du déficit commercial sur celui des comptes publics et ne pas se lier les mains avec un objectif budgétaire trop abrupt.

Le gouvernement a décidé de maintenir le cap de la réduction du déficit public et a, de fait, reporté le choc de compétitivité en proposant, à terme d'un an ou plus, des crédits d'impôt aux entreprises notamment compensés par des hausses des taux de TVA. Le raisonnement sous-jacent est clair. La recherche de l'équilibre budgétaire est censée garantir le retour à la croissance, mais l'on se garde de peser un peu plus sur la demande en ajoutant à la ponction fiscale déjà effectuée pour tenir l'objectif des 3% de déficit public dès 2013. L'idée prévaut que, la sagesse budgétaire

aidant, la reprise de l'activité sera au rendez-vous dans un délai de deux ans suivant un déroulement supposé classique du cycle conjoncturel qui aurait, en outre, l'avantage de coïncider avec le cycle électoral.

Le chemin choisi est étroit et, pour tout dire dangereux. La pression sur la demande intérieure du fait de l'austérité budgétaire reste forte. La restauration des taux de marge est retardée. N'aurait-il pas mieux fallu étaler davantage dans le temps le rétablissement des comptes publics et permettre des gains immédiats de compétitivité en choisissant les outils fiscaux adaptés ?

Bien sûr, le résultat que l'on peut attendre de l'une ou l'autre de ces stratégies est étroitement dépendant des choix effectués à l'échelle européenne. Que l'on persévère dans la voie d'une austérité généralisée et rien de bon ne pourra arriver pour personne.

---

## **Une revue récente de la littérature sur les multiplicateurs budgétaires : la taille compte !**

Par [Eric Heyer](#)

Les multiplicateurs budgétaires à court terme sont-ils sous-estimés? La croyance que l'on peut réduire brutalement les déficits par une restriction budgétaire sans peser sur les perspectives d'activités, voire en les améliorant à moyen terme est-elle fondée ? C'est à cette interrogation que le FMI tente de répondre dans son dernier [rapport sur les](#)

[Perspectives mondiales](#). Le Fonds consacre un encadré à la sous-estimation des multiplicateurs budgétaires au cours de la crise de 2008. Alors qu'il les évaluait à un niveau proche de 0,5 en moyenne dans les pays développés jusqu'en 2009, le FMI les échelonne aujourd'hui de 0,9 à 1,7 depuis la Grande récession.

Cette réévaluation de la valeur du multiplicateur, dont [X. Timbeau propose une lecture intéressante](#) sur la base d'un multiplicateur « apparent corrigé », s'appuie sur de nombreux travaux réalisés par des chercheurs du FMI sur la question et notamment celui de [Batini, Callegari et Melina \(2012\)](#). Dans cet article, les auteurs tirent trois enseignements sur la taille des multiplicateurs budgétaires en zone euro, aux Etats-Unis et au Japon :

1. le premier est qu'une consolidation budgétaire graduelle et lissée est préférable à une stratégie de réduction des déséquilibres publics trop rapide et agressive.
2. Le deuxième enseignement est que l'impact sur l'économie d'une consolidation budgétaire sera d'autant plus violent que l'économie se situe en récession : selon les pays étudiés, la différence est au minimum de 0,5 et peut aller au-delà de 2. Ce constat se retrouve également dans une autre étude du FMI ([Corsetti, Meier et Müller \(2012\)](#)) et s'explique par le fait, qu'en « temps de crise » de plus en plus d'agents économiques (ménages, entreprises) sont soumis à une contrainte de liquidité à très court terme, entretenant la spirale récessive et empêchant la politique monétaire de fonctionner.
3. Enfin, les multiplicateurs associés aux dépenses publiques sont très largement supérieurs à ceux observés sur les impôts : dans une situation récessive, à 1 an, ils s'échelonnent de 1,6 à 2,6 dans le cas d'un choc sur les dépenses publiques alors qu'ils sont compris entre 0,2 et 0,4 dans les cas d'un choc sur les impôts. Pour

la zone euro par exemple, le multiplicateur à 1 an s'élève à 2,6 dans le cas de l'utilisation des dépenses publiques comme instrument de consolidation budgétaire et à 0,4 si l'instrument est l'impôt.

Les chercheurs du FMI ne sont pas les seuls à s'interroger sur le bien-fondé de cette stratégie de consolidation budgétaire alors que la crise économique persiste. Deux chercheurs de Berkeley, [Alan J. Auerbach et Yuriy Gorodnichenko](#) corroborent, dans un working paper du NBER de 2012, l'idée selon laquelle les multiplicateurs sont supérieurs en récession qu'en phase d'expansion. [Dans une deuxième étude](#) publiée dans l'*American Economic Journal*, ces deux mêmes auteurs affirment qu'un choc sur la dépense publique aurait un impact 4 fois plus important sur l'activité s'il se réalise en basse conjoncture (2,5) plutôt qu'en haut de cycle économique (0,6). Ce résultat est confirmé sur données américaines par trois chercheurs de l'Université de Saint Louis à Washington ([Fazzari et al \(2011\)](#)) ainsi que par deux économistes de l'Université de Munich ([Mittnik et Semmler \(2012\)](#)). Cette asymétrie se retrouve également sur données allemandes dans le travail réalisé par un universitaire de Cambridge et un chercheur de la Deutsche Bundesbank, [Baum et Koester \(2011\)](#).

De son côté, un chercheur de Stanford, [Hall \(2009\)](#), affirme quant à lui que la taille du multiplicateur double et s'élève à près de 1,7 lorsque le taux d'intérêt réel est proche de zéro, caractéristique d'une économie en bas de cycle comme cela est le cas aujourd'hui dans de nombreux pays développés. Ce constat est partagé par deux chercheurs de Berkeley et de Harvard, [DeLong et Summers \(2012\)](#), par deux chercheurs de la FED, [Erceg et Lindé \(2012\)](#), par ceux de l'[OCDE \(2009\)](#), par ceux de la [Commission Européenne \(2012\)](#) et par des travaux théoriques récents ([Christiano, Eichenbaum et Rebelo \(2011\)](#), [Woodford \(2010\)](#)). Lorsque les taux nominaux sont bloqués par la condition de non nullité, les taux d'intérêts réels anticipés augmentent. La politique monétaire ne peut plus

atténuer une restriction budgétaire et devient même restrictive et ce d'autant que les anticipations de prix s'ancrent sur la déflation.

Comme le notait déjà [J. Creel sur ce blog](#), sur l'instrument à utiliser, entre dépenses publiques ou impôt, d'autres économistes du FMI associés à des confrères de la Banque centrale européenne (BCE), de la Réserve fédérale américaine (FED), de la Banque du Canada, de la Commission européenne (CE) et de l'Organisation pour la coopération et le développement économique (OCDE), ont comparé leurs évaluations dans un article publié en janvier 2012 dans *American Economic Journal : Macroeconomics* ([Coenen G. et alii \(2012\)](#)). Selon ces 17 économistes, sur la base de 8 modèles macroéconométriques différents (principalement des DSGE) pour les Etats-Unis, et de 4 modèles pour la zone euro, la taille de nombreux multiplicateurs est grande, particulièrement pour les dépenses publiques et les transferts ciblés. Ainsi, les effets multiplicateurs dépassent l'unité si la stratégie porte sur la consommation publique ou les transferts ciblés sur des agents spécifiques et sont supérieurs à 1,5 sur l'investissement public. Pour les autres instruments, les effets restent positifs mais compris entre 0,2 pour les impôts sur les sociétés à 0,7 pour les impôts sur la consommation. Ce constat est également partagé par la [Commission Européenne \(2012\)](#) qui indique que le multiplicateur budgétaire est plus important si la consolidation est fondée sur les dépenses publiques, et l'investissement public en particulier. Ces résultats confirment ceux publiés 3 ans auparavant par l'[OCDE \(2009\)](#) ainsi que ceux réalisés par des économistes de la banque d'Espagne pour la zone euro ([Burriel et al \(2010\)](#)) ou par la Deutsche Bundesbank sur données allemandes ([Baum et Koester \(2011\)](#)). Sans infirmer ce résultat, l'étude de [Fazzari et al \(2011\)](#) introduit toutefois une nuance : selon leurs travaux, le multiplicateur associé aux dépenses publiques serait bien supérieur à celui observé sur les impôts mais uniquement lorsque l'économie se situe en bas de cycle. Ce résultat

s'inverserait dans une situation de croissance plus favorable.

Par ailleurs, des chercheurs de la London School of Economics (LSE) et de l'université de Maryland, [Ilzetzki, Mendoza et Vegh \(2009\)](#) mettent en avant dans leurs évaluations sur l'économie américaine, une valeur du multiplicateur budgétaire forte pour l'investissement public (1,7) et supérieure à celle obtenue avec la consommation publique. Ce résultat est proche de celui obtenu par d'autres chercheurs du FMI ([Freedman, Kumhof, Laxton et Lee \(2009\)](#)).

Dans la littérature récente, seuls les travaux d'Alesina, économiste à Harvard, semblent contredire ce dernier point : en observant 107 plans de consolidation budgétaire, menée dans 21 pays de l'OCDE au cours de la période 1970-2007, Alesina et ses co-auteurs ([Ardagna en 2009](#) et [Favero et Giavazzi en 2012](#)), en déduisent que d'une part les multiplicateurs peuvent être négatifs et d'autre part que les consolidations budgétaires axés sur les dépenses sont associés à des récessions mineures et de courte durée alors que celles fondées sur l'impôt sont associés à une récession et profonde et prolongée. Outre l'importance accordée à des expériences particulières de restriction budgétaire (pays scandinaves, Canada) et qui ne se retrouvent pas lorsqu'on inclut l'ensemble des expériences de restriction (ou d'expansion) budgétaire, les travaux empiriques d'Alesina *et al* souffrent d'un problème d'endogénéité dans la mesure de la restriction budgétaire. La notion d'impulsion narrative permet d'éviter cette endogénéité. Par exemple, lors d'une bulle immobilière (et plus généralement en cas de forts gains en capital), le surplus de recettes fiscales lié aux transactions immobilière se traduit par une baisse du déficit structurel, ces recettes n'étant pas conjoncturelles (au sens où l'élasticité des recettes au PIB devient très supérieure à 1). Sont associés alors une phase d'expansion (en lien avec la bulle immobilière) et une réduction du déficit structurel, renforçant artificiellement la thèse selon laquelle réduction

du déficit public peut entraîner une hausse de l'activité, alors que la causalité est inverse.

A l'exception des travaux d'Alesina, un large consensus émerge des derniers travaux théoriques et empiriques existants dans la littérature économique : une politique de consolidation budgétaire est préférable en période de reprise de l'activité et est pernicieuse voire inefficace lorsque l'économie est à l'arrêt ; si celle-ci doit être menée en période de basse conjoncture, une augmentation des impôts serait moins néfaste à l'activité qu'une réduction des dépenses publiques... des préconisations qui figuraient dans [Creel, Heyer et Plane \(2011\)](#).

---

# Que valent les multiplicateurs budgétaires aujourd'hui ?

par [Xavier Timbeau](#)

Nous avons hérité de la crise des déficits publics plus élevés et des dettes publiques largement augmentées (tableau 1). Pour résorber ces déficits et dettes publics issus de la crise, un effort budgétaire important s'impose. Mais un effort trop brutal et trop rapide aura un effet dépressif sur l'activité et prolongera la crise, ce qui compromettra à la fois le redressement budgétaire mais également enfermera les économies dans une spirale récessive. La valeur du multiplicateur budgétaire (le lien entre la politique budgétaire et l'activité) tant dans le court terme que dans le long terme

est un paramètre critique tant pour la stabilisation des finances publiques que pour le retour au plein emploi.

### Déficits et dettes publics 2007-2012

| En points de PIB | Déficit public |                     | Dettes publiques nettes des actifs financiers |                     |
|------------------|----------------|---------------------|---|---------------------|
|                  | 2012           | Évolution 2012-2007 | 2012  | Évolution 2012-2007 |
| DEU              | -0.9           | -1.1                | 52  | 9                   |
| FRA              | -4.5           | -1.7                | 66  | 31                  |
| ITA              | -1.7           | -0.1                | 96  | 9                   |
| ESP              | -5.4           | -7.3                | 54  | 37                  |
| NLD              | -4.3           | -4.4                | 43  | 15                  |
| BEL              | -2.8           | -2.7                | 82  | 9                   |
| PRT              | -4.6           | -1.4                | 81  | 32                  |
| IRL              | -8.4           | -8.5                | 82  | 82                  |
| GRC              | -7.4           | -0.6                | 134   | 52                  |
| AUT              | -2.9           | -1.9                | 48  | 17                  |
| Zone euro (EA11) | -3.0           | -2.3                | 63  | 20                  |
| GBR              | -7.7           | -4.9                | 74  | 46                  |
| USA              | -8.3           | -5.3                | 85  | 37                  |
| JPN              | -9.9           | -7.8                | 134   | 54                  |

Source : OCDE, *Economic outlook 91*.

Lorsque le multiplicateur (à court terme) est supérieur à approximativement 2 (en fait  $1/a$ ,  $a$  étant la sensibilité du solde public à la conjoncture et valant à peu près 0,5 dans les pays développés), alors une restriction produit une baisse de l'activité telle que le déficit public à court terme s'accroît avec la restriction budgétaire. Lorsque le multiplicateur est supérieur à approximativement 0,7 (en fait,  $1/(a+d)$ ,  $d$  étant le ratio dette sur PIB), une restriction budgétaire augmente à court terme le ratio dette sur PIB. A plus long terme, les choses se compliquent et seule une modélisation détaillée peut aider à comprendre dans quel cas une restriction budgétaire aujourd'hui conduit durablement à une réduction du ratio dette sur PIB. La valeur du multiplicateur à moyen terme est bien sûr décisive (elle est

généralement supposée nulle, mais dans le cas d'investissement public profitable, cette hypothèse ne tient pas), mais les effets d'hystérèse tout comme les évolutions des anticipations d'inflation ou celles des taux d'intérêt souverains (et donc de l'écart critique) interagissent avec l'évolution de la dette et du PIB.

Jusqu'à peu, la plupart des économistes considéraient que la valeur du multiplicateur dépendait de la composition de la stimulation budgétaire (impôts, dépenses, nature des impôts ou des dépenses), de la taille de l'économie et de son degré d'ouverture (plus l'économie est ouverte moins le multiplicateur y est grand) et du caractère anticipé ou non du choc budgétaire (anticipé, un choc aurait peu d'effet, dans le long terme, il n'en aurait aucun, seul un choc inattendu aurait un effet temporaire)[1]. [Une littérature récente](#) (depuis 2009) s'est intéressée à la valeur du multiplicateur budgétaire à court terme en temps de crise. Deux conclusions principales s'en dégagent :

1. Le multiplicateur est plus élevé en « temps de crise » (à court terme ou tant que dure la crise...). En « temps de crise » signifie un chômage élevé ou un écart de production très creusé. Un autre symptôme peut être une situation où les taux d'intérêt long surs sont très bas (*i.e.* négatifs en termes réels), suggérant une fuite vers la sécurité (incertitude radicale) ou encore une trappe à liquidité (anticipation de déflation). Deux interprétations théoriques sont compatibles avec ces manifestations de la crise. Soit, les anticipations de prix s'orientent vers la déflation ou l'incertitude radicale rend impossible la formation d'anticipation ; ce qui est cohérent avec des taux surs très bas et induit la paralysie de la politique monétaire. Soit, de plus en plus d'agents économiques (ménages, entreprises) sont soumis à une contrainte de liquidité à très court terme ; ce qui entretient la spirale récessive et

empêche la politique monétaire de fonctionner. Dans un cas comme dans l'autre, les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés qu'en temps normal parce que la politique budgétaire expansionniste (resp. restrictive) force les agents économiques à s'endetter (resp. se désendetter) collectivement au lieu d'individuellement. En « temps de crise » le multiplicateur joue y compris lorsqu'il est anticipé et son effet persiste jusqu'au retour au plein emploi.

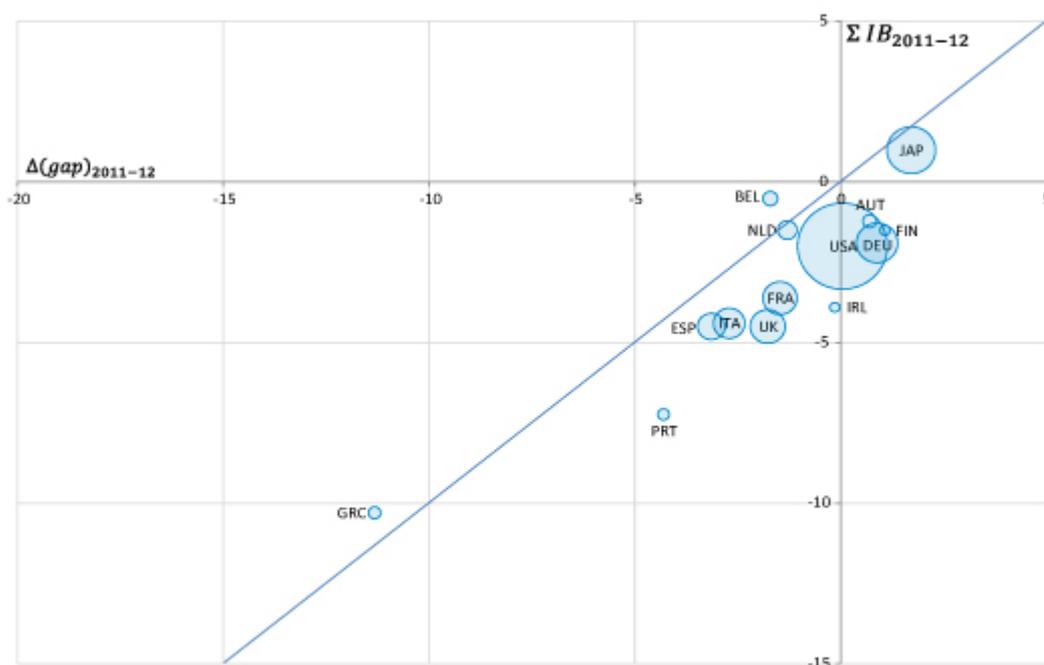
2. Le multiplicateur est plus élevé pour les dépenses qu'il ne l'est pour les prélèvements obligatoires. L'argument en temps normal est que la hausse des prélèvements obligatoires a des effets désincitatifs alors que la baisse des dépenses a des effets incitatifs sur l'offre de travail. Dans une petite économie ouverte, lorsque la politique monétaire induit de plus une dépréciation réelle de la monnaie, une restriction budgétaire peut accroître l'activité, résultat qui a longtemps permis de promettre aux tenants de la discipline budgétaire des merveilles. Mais en temps de crise, outre des multiplicateurs plus élevés, la logique de temps normal s'inverse. La désincitation par les impôts comme l'incitation à l'offre de travail par la baisse des dépenses ne jouent pas dans une économie dominée par le chômage involontaire ou les surcapacités. Ce sont en fait les anticipations de récession ou de déflation qui sont désincitatives et c'est une raison supplémentaire pour justifier des multiplicateurs élevés.

Les estimations économétriques (en se basant sur les expériences passées de « temps de crise ») conduisent à retenir un multiplicateur budgétaire de l'ordre de 1,5 (pour un mix moyen entre dépenses et prélèvements obligatoires).

Le cumul de l'année 2011 et 2012, pour lequel une très forte impulsion budgétaire a été réalisée, confirme cette évaluation économétrique. En mettant en rapport d'un côté l'évolution de

l'écart de production de fin 2010 à 2012 (*output gap* ou *gap*) en abscisse et de l'autre l'impulsion budgétaire cumulée pour les années 2011 et 2012, on obtient l'impact à court terme de la restriction budgétaire. Le graphique 1 représente cette relation, en faisant apparaître un lien étroit entre restriction budgétaire et restriction budgétaire.

**Graphique 1 : Évolution de l'écart de production et impulsion 2011-2012**



Source : OCDE, *Economic outlook* n° 91, juin 2012. L'année 2012 est une projection (prévision OFCE octobre 2012). La surface des bulles est proportionnelle au PIB en 2011 en volume (\$ppp).

Pour la plupart des pays, le multiplicateur « apparent » est inférieur à 1 (les rayons reliant chacune des bulles sont en dessous de la bissectrice, le multiplicateur « apparent » est l'inverse de la pente de ces rayons). Le graphique 2 affine l'évaluation. Les variations de l'écart de production sont en effet corrigées de la dynamique « autonome » de fermeture de l'écart de production (s'il n'y avait pas eu d'impulsion, il y aurait eu une fermeture de l'écart de production, évaluée comme se produisant à la même vitesse que par le passé) et de l'impact des restrictions budgétaires de chacun des pays sur les autres par le canal du commerce extérieur. Les bulles en

orange se substituent donc aux bulles bleues intégrant ces deux effets de sens contraire, évalués ici en cherchant à minorer la valeur des multiplicateurs. En particulier, parce que les écarts de production n'ont jamais été aussi creusés, il est envisageable que les écarts de production se referment plus vite que ce qui a été observé dans les trente ou quarante dernières années, ce qui justifierait un contrefactuel plus dynamique et donc des multiplicateurs budgétaires plus élevés.

L'Autriche et l'Allemagne font figure d'exception. Bénéficiant d'une conjoncture plus favorable (chômage plus bas, meilleure situation des entreprises), il n'est pas surprenant que le multiplicateur soit plus faible dans ces deux pays. Cela étant, le multiplicateur « apparent corrigé » est négatif, ce qui découle soit d'effets paradoxaux d'incitation, soit plus probablement du fait que la politique monétaire est plus efficace et que ces deux pays sont sortis de la trappe à liquidité. Or la correction apportée ici ne tient pas compte de la stimulation par la politique monétaire.

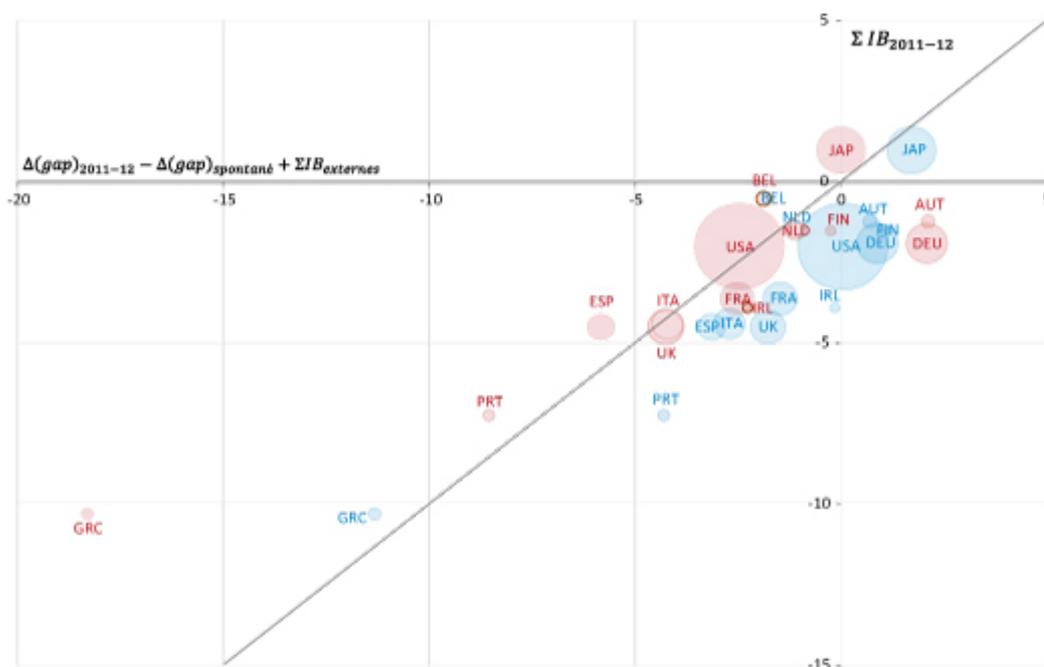
Aux Etats-Unis, le multiplicateur « apparent corrigé 2011-2012 » ressort à 1. Ce multiplicateur « apparent corrigé » est très élevé en Grèce (~2), en Espagne (~1,3) ou au Portugal (~1,2), ce qui est cohérent avec la hiérarchie énoncée au point 1. Cela suggère également que si la conjoncture se dégradait encore, la valeur des multiplicateurs pourrait augmenter, accentuant le cercle vicieux de l'austérité.

Pour la zone euro dans son ensemble, le multiplicateur « apparent corrigé » résulte de l'agrégation de « petites économies ouvertes ». Il est donc plus élevé que le multiplicateur de chaque pays, parce qu'il rapporte l'impact de la politique budgétaire d'un pays sur l'ensemble de la zone et non plus seulement sur le pays concerné. Le multiplicateur agrégé de la zone euro dépend également de la composition de la restriction budgétaire mais surtout de l'endroit où cette restriction est conduite. Or, les plus grandes impulsions

budgetaires sont effectuées là où les multiplicateurs sont les plus élevés ou encore dans les pays les plus en crise. Il en ressort que le multiplicateur agrégé de la zone euro est de 1,3, sensiblement plus important que celui qui ressort de l'expérience américaine.

La confrontation des plans budgétaires de 2011 et de 2012 à la conjoncture de ces mêmes années donne une estimation élevée des multiplicateurs budgétaires. Cela entérine la dépendance du multiplicateur au cycle et constitue un sérieux argument contre la politique d'austérité qui devrait se continuer en 2013. Tout indique que nous sommes dans le cas où [l'austérité conduit au désastre](#).

Graphique 2 : Évolution de l'écart de production et impulsion 2011-2012



Source : OCDE, *Economic outlook* n° 91, juin 2012. L'année 2012 est une projection (prévision OFCE octobre 2012). La surface des bulles est proportionnelle au PIB en 2011 en volume (\$ppp).

[1] Un intense débat existait quant à la validité théorique et surtout quant à la validation empirique de ces assertions (voir [Creel, Heyer et Plane 2011](#) et [Creel, Ducoudré, Mathieu et Sterdyniak 2005](#)). Les travaux empiriques récents menés par exemple au FMI ont contredit des analyses faites au début des années 2000 qui concluaient que les effets anti-keynésiens

dominaient les effets keynésiens. Ainsi, au moins en ce qui concerne le court terme, avant la crise et en « temps normal », le diagnostic est aujourd'hui que les multiplicateurs budgétaires sont positifs. L'endogénéité de la mesure de l'impulsion budgétaire par la simple variation du déficit structurel parasitait les analyses empiriques. L'utilisation d'impulsions narratives résout cette question et modifie sensiblement les estimations des multiplicateurs. Dans la plupart des modèles macroéconomiques (y compris les DSGE), les multiplicateurs budgétaires sont également positifs à court terme (de l'ordre de 0,5 pour un choc pur budgétaire en « temps normal »). Concernant le long terme, l'analyse empirique ne nous apprend pas grand-chose, le bruit noyant toute possibilité de mesure. Le long terme reflète donc principalement un *a priori* théorique qui reste largement dominé par l'idée que la politique budgétaire ne peut avoir d'effet à long terme. Cependant, dans le cas de l'investissement public ou lorsque de l'hystérèse peut se produire, l'hypothèse de non nullité à long terme paraît plus réaliste.

---

## **2013 : quel impact des mesures budgétaires (nationales) sur la croissance ?**

par [Mathieu Plane](#)

Ce texte complète les prévisions pour [l'économie française](#)

## [d'octobre 2012 de l'OFCE](#)

Après avoir détaillé les effets multiplicateurs attendus pour les différents instruments de la politique budgétaire, le multiplicateur budgétaire interne moyen associé à la politique d'austérité menée en France en 2013 serait de 0,9. Cette politique amputerait le PIB de 1,7 % pour cette seule année. Après un effort budgétaire cumulé de 66 milliards d'euros en 2011 et 2012, les économies structurelles attendues pour 2013 représentent environ 36 milliards d'euros (1,8 point de PIB) si l'on intègre à la fois les mesures prises dans le cadre du Projet de loi de finances pour 2013 et les différentes mesures décidées précédemment (tableau). Le choc budgétaire résultant du PLF pour 2013 serait de 28 milliards d'euros, dont 20 uniquement sur les taux de prélèvements obligatoires (PO). Parmi les 8 milliards d'euros restant, près de 5 milliards de hausse de PO sont issus de la seconde Loi de finances rectificative de l'été 2012, le reste étant principalement dû à la première Loi de finances rectificative pour 2012 et à la hausse des cotisations qui résulte de la révision de la réforme des retraites de l'été 2012.

Au total, l'effort budgétaire pour 2013 se décompose entre une hausse de prélèvements obligatoires pour environ 28 milliards d'euros (1,4 point de PIB) et une économie structurelle sur la dépense publique primaire de 8 milliards (0,4 point de PIB). La hausse de la pression fiscale et sociale représenterait près de 16 milliards pour les ménages et plus de 12 milliards pour les entreprises. Cette répartition ne tient pas compte des mesures de compétitivité annoncées le 6 novembre par le premier ministre. Les crédits d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) n'auraient pas d'effet budgétaire en 2013 à l'exception près de la possible mise en place dès 2013 d'une avance, pour certaines entreprises en mal de trésorerie, sur leur futur crédit d'impôt.

A partir des variantes de multiplicateur budgétaire, réalisées avec *e-mod.fr* selon la position de l'économie dans le cycle,

pour les principaux prélèvements fiscaux et sociaux ainsi que les principales composantes de la dépense publique[1] et des différentes évaluations que nous avons pu mener, notamment dans le cadre de [l'évaluation du programme économique du quinquennat](#), nous avons appliqué un multiplicateur budgétaire spécifique à chaque mesure pour 2013 (tableau). Les multiplicateurs à court terme ne prennent en compte que les effets directs des mesures sur l'activité domestique, indépendamment des politiques budgétaires de nos partenaires commerciaux qui amplifient l'impact de la politique nationale. On suppose par ailleurs que la politique monétaire n'est pas modifiée. Les valeurs à long terme des multiplicateurs sont différentes de celles de court terme et moins élevées sauf à conserver durablement un écart de production négatif.

Sur les 16 milliards d'augmentation de P0 sur les ménages en 2013, la hausse discrétionnaire de l'IRPP serait de 6,4 milliards dont 3,2 issus de la Loi de finances pour 2013 (contre 4 dans le PLF car la proposition d'imposition au barème des plus-values mobilières sera largement amendée et le rendement de la mesure pourrait baisser d'environ 0,8 milliard, le manque à gagner pouvant être compensé par le prolongement de la contribution exceptionnelle de 5 % d'IS pour les très grandes entreprises), le reste provenant de la Loi de finances rectificative pour 2012 (dont 1,7 milliard uniquement avec la désindexation du barème de l'IRPP). Si la hausse de l'IRPP liée au PLF 2013 est ciblée sur les hauts revenus, sa contribution (3,2 milliards) représente seulement 11 % de la hausse des P0 (20 % si l'on se limite aux seuls ménages) en 2013 et moins de 9 % de l'effort budgétaire total. Selon nos calculs, le multiplicateur budgétaire moyen lié aux différentes mesures de hausse de l'IRPP serait de 0,7 en 2013.

L'augmentation des P0 des ménages proviendrait principalement de la hausse des prélèvements sociaux et des cotisations sociales (8,7 milliards d'euros) prévue dans le Projet loi de

finances de la Sécurité sociale pour 2013 (2,9 milliards) et les mesures de la Loi de finances rectificative pour 2013 (5,3 milliards qui incluent la remise en cause de la défiscalisation des heures supplémentaires, la limitation des niches sociales, de l'épargne salariale, la hausse de la CSG sur les revenus du capital, ...) et la réforme des retraites avec une hausse du taux de cotisation (0,5 milliard). Le multiplicateur budgétaire moyen lié à ces différentes mesures serait de 0,9. Enfin la réforme des droits de succession augmenterait les PO de 1,1 milliard. En revanche, les recettes de l'ISF, en 2013, seraient inférieures de 1,3 milliard par rapport à celles de 2012. En effet, la contribution exceptionnelle sur la fortune qui avait été mise en place dans le cadre de la Loi de finances rectificative pour 2012 a un rendement supérieur à celui issu de la nouvelle réforme pour 2013. Le multiplicateur budgétaire pour ces deux mesures est de 0,3.

Au total, selon nos calculs, la hausse des prélèvements sur les ménages en 2013 aurait en moyenne un effet multiplicateur de 0,8 et amputerait la croissance de 0,6 point de PIB.

Pour les entreprises, les mesures prises passent principalement par la hausse de l'impôt sur les sociétés prévue dans le PLF 2013 (8 milliards d'euros dont 4 milliards liés à la réforme de la déductibilité des charges financières). Le multiplicateur moyen de la hausse de l'IS est estimé à 0,7 en 2013. 2,3 milliards d'euros proviennent d'une hausse des cotisations sociales et des prélèvements sociaux avec un multiplicateur budgétaire unitaire. Enfin d'autres mesures, comme les mesures sectorielles sur la fiscalité des assurances ou la contribution exceptionnelle du secteur pétrolier, viendront augmenter la pression fiscale des entreprises de 1,9 milliard en 2013 et le multiplicateur budgétaire moyen est évalué à 0,5.

Selon notre évaluation, la hausse des PO sur les entreprises aurait en moyenne un effet multiplicateur de 0,8 et réduirait

le PIB de 0,5 point de PIB en 2013.

Par ailleurs, le multiplicateur budgétaire à court terme associé à la dépense publique, dans une phase de bas de cycle, est, selon notre modèle, de 1,3 ; il est donc supérieur à celui qui est associé aux prélèvements. Ce résultat est conforme aux résultats de la littérature empirique la plus récente (pour plus de détails, voir encadré « [Multiplicateurs budgétaires : la taille compte](#) ! ». La perte d'activité estimée résultant de la restriction sur la dépense publique serait de 0,5 point de PIB en 2013.

Au total, le multiplicateur budgétaire interne moyen associé à la politique d'austérité menée en France en 2013 serait de 0,9 et cette politique amputerait le PIB de 1,7 %. Ce résultat est dans la fourchette basse des [derniers travaux du FMI](#) qui estime, à partir des données récentes sur 28 pays, que les multiplicateurs réels pourraient s'échelonner de 0,9 à 1,7 depuis le début de la Grande Récession.

## Principales mesures ayant un effet sur le déficit public structurel en 2013

|   | Mesures<br>(en Mds) | Multiplicateur<br>budgétaire<br>estimé à court<br>terme | Impact<br>sur le PIB<br>(en %) |
|---|---------------------|---|--------------------------------|
| <b>Ménages</b>  | <b>15,7</b>         | <b>0,8</b>  | <b>-0,6</b>                    |
| <b>Impôt sur le revenu</b>  | <b>6,4</b>          | <b>0,7</b>  | <b>-0,2</b>                    |
| PLF 2013 (imposition au barème IRPP revenus du capital, nouvelles tranches...)*   | 3,2                 | 0,6   | -0,1                           |
| LFRII 2012 (Remise en cause défiscalisation des heures supplémentaires)   | 0,5                 | 0,4   | 0,0                            |
| LFRI 2012 (desindexation barème IRPP, rabot niches fiscales, suppression dispositif Scellier...)  | 2,7                 | 0,8   | -0,1                           |
| <b>ISF</b>  | <b>-1,3</b>         | <b>0,3</b>  | <b>0,0</b>                     |
| PLF 2013 (Réforme de l'ISF)   | 1,0                 | 0,3   | 0,0                            |
| LFRII 2012 (Contrecoup de la contribution exceptionnelle 2012)  | -2,3                | 0,3   | 0,0                            |
| <b>Droits de succession</b>   | <b>1,1</b>          | <b>0,3</b>  | <b>0,0</b>                     |
| LFRII 2012 (retour sur les allègements de droits de succession)   | 1,1                 | 0,3   | 0,0                            |
| <b>Cotisations sociales et prélèvements sociaux</b>   | <b>8,7</b>          | <b>0,9</b>  | <b>-0,4</b>                    |
| PLFSS 2013 (Réforme prélèvements sociaux indépendants, hausse des droits sur la bière et le tabac...)   | 2,9                 | 1,0   | -0,1                           |
| LFRII 2012 (Remise en cause de la défiscalisation des heures supplémentaires, limitation niches sociales épargne salariale, hausse CSG revenus du capital...) | 5,3                 | 0,8   | -0,2                           |
| Réforme des retraites (hausse des cotisations)  | 0,5                 | 1,0   | 0,0                            |
| <b>Autres</b>   | <b>0,8</b>          | <b>0,6</b>  | <b>0,0</b>                     |
| PLF 2013 (renforcement taxe logements vacants, durcissement malus automobile...)  | 0,9                 | 0,6   | 0,0                            |
| LFRII 2012 (baisse taux TVA livre)  | -0,1                | 1,0   | 0,0                            |
| <b>Entreprises**</b>  | <b>12,2</b>         | <b>0,8</b>  | <b>-0,5</b>                    |
| <b>Impôt sur les bénéfices des sociétés</b>   | <b>8</b>            | <b>0,7</b>  | <b>-0,3</b>                    |
| PLF 2013 (limitation déductibilité charges financières, réforme du cinquième acompte...)  | 8                   | 0,7   | -0,3                           |
| <b>Cotisations sociales et prélèvements sociaux</b>   | <b>2,3</b>          | <b>1,0</b>  | <b>-0,1</b>                    |
| PLFSS 2013 (Relèvement du taux de cotisation CNRACL, réforme taxe sur les salaires...)  | 1,8                 | 1,0   | -0,1                           |
| Réforme des retraites   | 0,5                 | 1,0   | 0,0                            |
| <b>Autres</b>   | <b>1,9</b>          | <b>0,5</b>  | <b>-0,1</b>                    |
| PLF 2013 (mesures sectorielles fiscalité entreprises d'assurance)   | 1,3                 | 0,8   | -0,1                           |
| LFRII 2012 (contribution exceptionnelle du secteur pétrolier, taxation des opérations financières...)   | 0,6                 | 0,2   | 0,0                            |
| <b>Total Prélèvements Ménages et Entreprises</b>  | <b>27,9</b>         | <b>0,8</b>  | <b>-1,1</b>                    |
| <b>Économie structurelle sur la dépense publique primaire</b>   | <b>8,0</b>          | <b>1,3</b>  | <b>-0,5</b>                    |
| <b>Total impulsion budgétaire</b>   | <b>35,9</b>         | <b>0,9</b>  | <b>-1,7</b>                    |

\* Ce montant intègre la révision à la baisse du rendement initialement prévu dans le PLF 2013 de la mesure de soumission au barème de l'IRPP des plus values mobilières qui devrait être compensée par le prolongement de la contribution exceptionnelle de 5 % d'IS pour les très grandes entreprises.

\*\* Cette répartition ne mesure pas l'incidence fiscale finale qui peut être supportée par les ménages si les hausses de fiscalité sur les entreprises sont répercutées sur les prix.

Sources : PLF 2013, PLFSS 2013, LFR I et II 2012, calculs OFCE.

[1] Pour plus de détails, voir Creel, Heyer, Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps », *Revue de l'OFCE*, n° 116, janvier 2011.

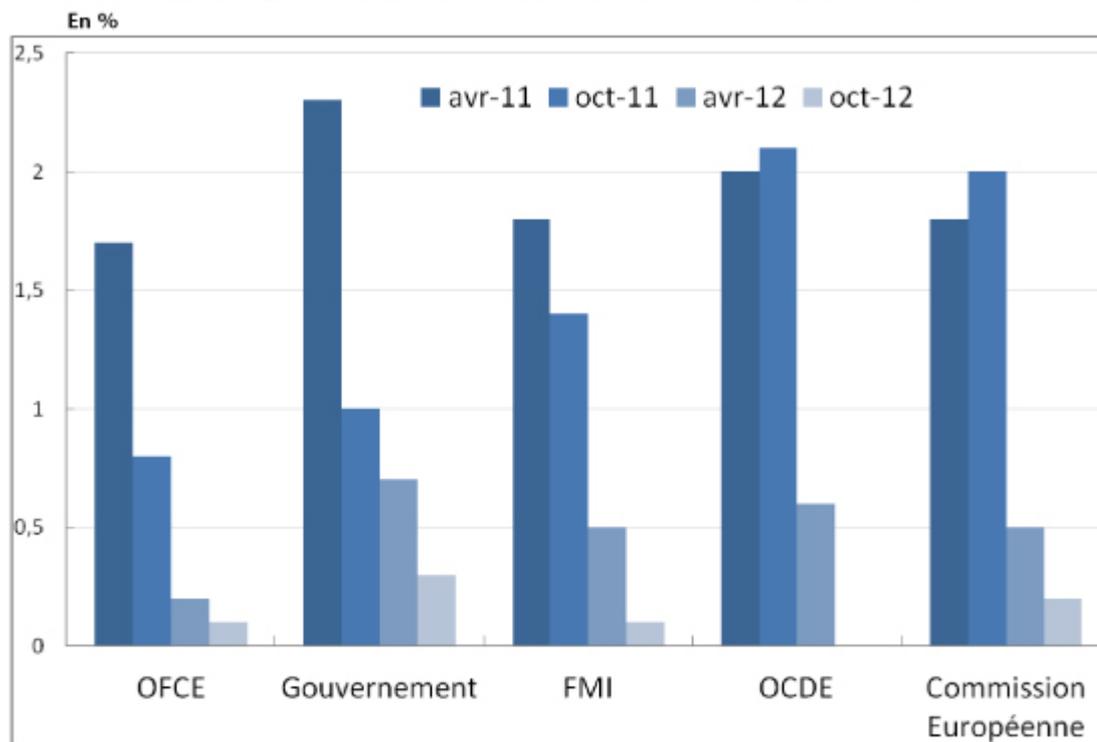
---

# Pourquoi la croissance française est-elle révisée à la baisse ?

par Bruno Ducoudré et [Eric Heyer](#)

Dans ses [prévisions d'octobre 2012](#), l'OFCE a révisé ses prévisions de croissance pour 2012 et 2013. De la même façon, les grands instituts internationaux, l'OCDE, le FMI et la Commission européenne, révisent régulièrement leurs prévisions de croissance pour intégrer l'information nouvellement disponible. L'analyse de ces révisions de prévisions est particulièrement intéressante en ce sens qu'elle révèle l'utilisation par ces institutions de multiplicateurs budgétaires faibles lors de l'élaboration des prévisions. Dit autrement, l'impact récessif des politiques budgétaires serait sous-estimé par l'OCDE, le FMI et la Commission européenne, conduisant à des révisions importantes des prévisions de croissance, comme en attestent les revirements spectaculaires du [FMI](#) et de la [Commission européenne](#) sur la taille des multiplicateurs.

Graphique 1. Révisions de la croissance du PIB français pour 2012



Note de lecture : La croissance en 2012 a été prévue à 4 reprises par chaque institut. La première prévision a eu lieu en avril 2011, la deuxième en octobre 2011, la troisième en avril 2012 et la dernière en octobre 2012. L'OCDE n'a pas encore publié ses dernières prévisions.  
Sources : FMI, Commission européenne, OCDE, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Le graphique 1 montre ainsi qu'entre la prévision réalisée en avril 2011 et la dernière prévision disponible, le gouvernement, comme l'ensemble des instituts, ont révisé très fortement à la baisse leur prévision de croissance pour la France.

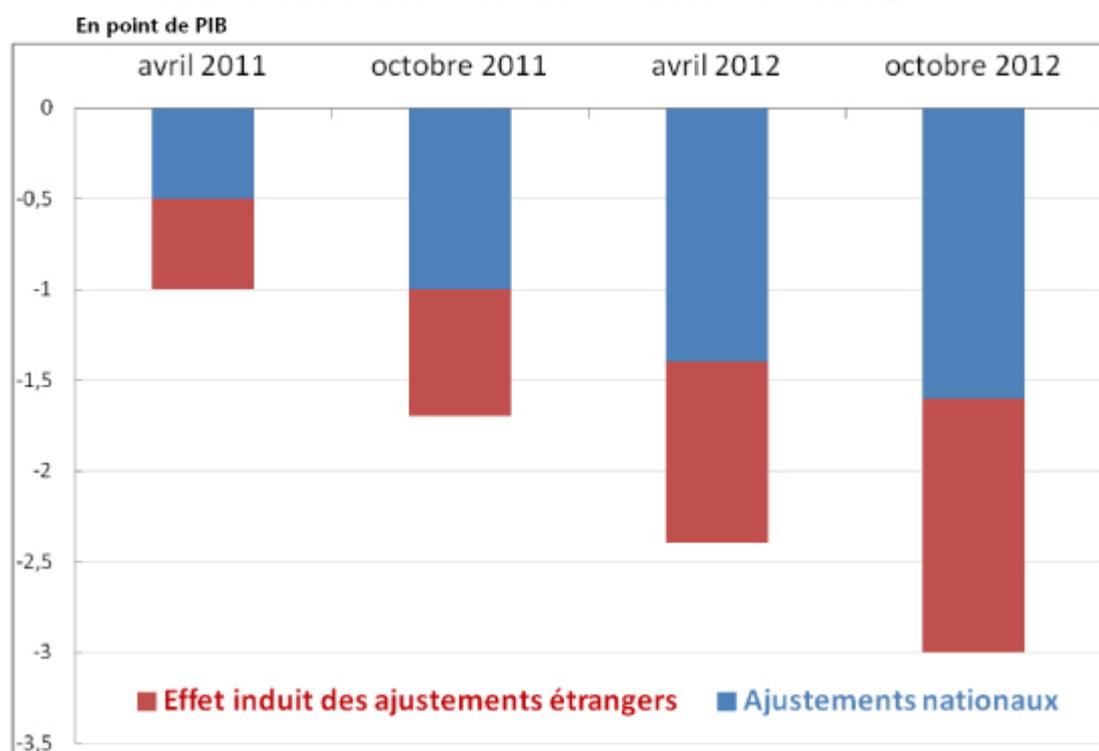
C'est que dans le même temps les politiques d'austérité ont été renforcées, particulièrement en zone euro. Les pays européens se sont en effet engagés dans leur programme de stabilité à retourner en 3 ans à des finances publiques équilibrées. Contrairement aux années précédant la crise, le respect de ces engagements est considéré comme la condition nécessaire, voire suffisante, à la sortie de crise. Par ailleurs, dans un contexte financier incertain, être le seul État à ne pas respecter sa promesse de consolidation budgétaire serait sanctionné immédiatement par les marchés (hausse des taux souverains, dégradation de sa note, amende de la part de la Commission européenne, contagion implicite des défauts souverains). Mais en tentant de réduire leurs déficits

brutalement et de façon synchrone, les gouvernements des pays européens induisent de nouveaux ralentissements de l'activité.

Un cercle vicieux s'installe : à chaque révision à la baisse de leurs prévisions de croissance pour 2012, les gouvernements européens mettent en place de nouveaux plans d'austérité pour tenir leurs engagements de déficit public. Cela a été le cas en France, mais surtout en Italie qui a multiplié par près de trois son effort budgétaire et en Espagne qui est désormais engagée dans la plus forte cure d'austérité des grands pays européens.

Selon nos évaluations (c'est-à-dire en utilisant un multiplicateur de 1), pour l'économie française, la succession de plans d'économie budgétaire au niveau national a conduit à une révision de -1,1 point de la croissance entre avril 2011 et octobre 2012 (passage d'un impact de -0,5 à -1,6 point de PIB). Au cours de la même période, ce mécanisme étant à l'œuvre chez nos partenaires commerciaux, cela a induit une révision de 0,9 point à la croissance française *via* le commerce extérieur (passage de -0,5 à -1,4 point de PIB) (graphique 2).

**Graphique 2. Impact sur la croissance 2012 des ajustements budgétaires**



Source : Calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Au total, pour l'année 2012, les révisions de l'OFCE pour l'économie française s'expliquent par la seule surenchère de mesures d'économies annoncée au cours des 12 derniers mois, qu'elle soit nationale ou appliquée chez nos pays partenaires (tableau 1).

**Tableau. Déterminants des révisions de prévision de l'OFCE pour la France pour 2012**

|   | Avril 2011   | Octobre 2012 | Révision     |
|---|--------------|--------------|--------------|
| <b>Croissance du PIB</b>  | <b>1,70</b>  | <b>0,10</b>  | <b>-1,60</b> |
| (a) – Mesures d'austérité (en pt de PIB)                          | -0,60        | -1,60        | -1,0         |
| (b) – Valeur du multiplicateur budgétaire                         | 0,95         | 0,95         | 0,0          |
| <b>Effet des plans d'austérité en France (a * b)</b>              | <b>-0,50</b> | <b>-1,60</b> | <b>-1,10</b> |
| <b>Effet des mesures d'austérité des partenaires de la France</b> | <b>-0,50</b> | <b>-1,40</b> | <b>-0,90</b> |
| Autres facteurs de révisions                                      |              |              | 0,40         |

Source : Calculs OFCE.

En dehors de cette surenchère d'austérité, notre diagnostic sur l'économie française n'a que très peu évolué au cours des 18 derniers mois : sans elle, nous aurions même revu légèrement à la hausse notre prévision de croissance (0,4 %).

---

# La politique monétaire est-elle devenue inefficace ?

Par [Christophe Blot](#), [Catherine Mathieu](#) et Christine Rifflart

Ce texte résume l'[étude spéciale](#) de la prévision d'octobre 2012.

Depuis l'été 2007, les banques centrales des pays industrialisés sont intervenues de façon constante pour contrer les effets négatifs de la crise financière sur le fonctionnement du système bancaire et financier et pour faire redémarrer la croissance. Dans un premier temps, les taux directeurs ont été considérablement abaissés et maintenus ensuite à un niveau proche de 0[1]. Dans un deuxième temps, à partir du début de l'année 2009, les banques centrales ont mis en œuvre des mesures dites non conventionnelles. Si ces politiques peuvent différer d'une banque centrale à l'autre, elles se traduisent toutes par une augmentation de la taille de leur bilan ainsi que par une modification de la composition de l'actif de ce bilan. Néanmoins, trois ans après le creux d'activité observé aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, force est de constater que la reprise n'est pas au rendez-vous ; le chômage se maintient partout à un niveau élevé. En Europe, une nouvelle récession menace[2]. Ces éléments remettent-ils en cause l'efficacité de la politique monétaire et plus particulièrement des mesures non conventionnelles ?

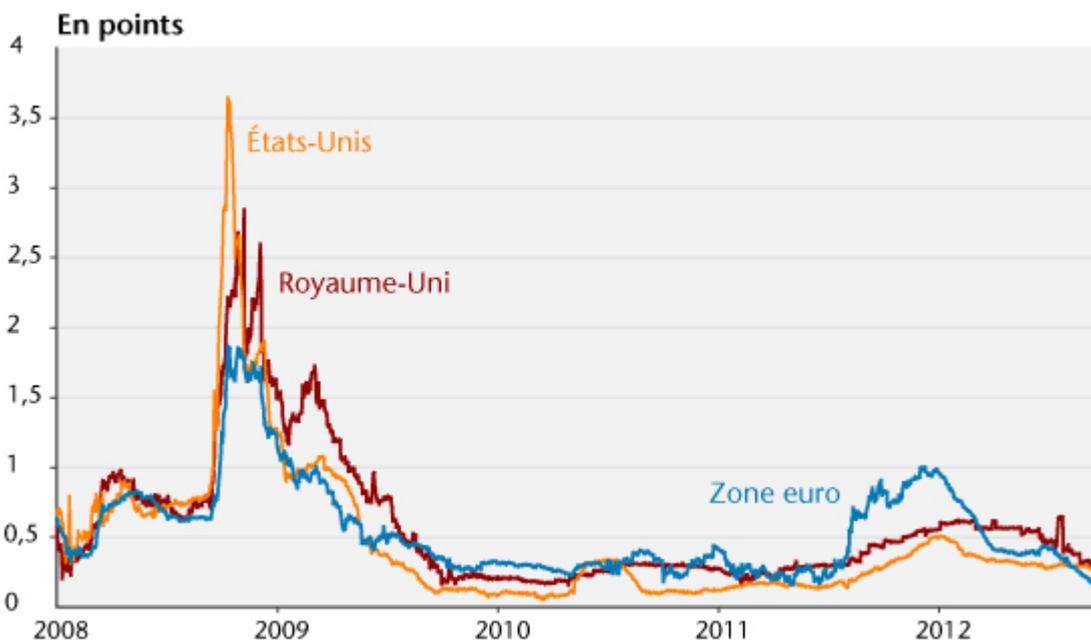
Depuis presque 4 ans, une abondante recherche se développe pour évaluer l'impact des politiques monétaires non conventionnelles[3]. Cecioni, Ferrero et Sacchi (2011)[4] proposent une revue de littérature récente sur le sujet. La

majorité de ces études porte sur l'impact des différentes mesures prises par les banques centrales sur les variables financières et notamment sur les taux du marché monétaire ou les taux obligataires. Etant donné le rôle du marché monétaire dans la transmission de la politique monétaire, la capacité des banques centrales à atténuer les tensions qui ont émergé dès le début de la crise financière constitue un vecteur essentiel de l'efficacité de leurs interventions. Plus récemment, ce fut aussi une des raisons ayant motivé la BCE à proposer une opération de refinancement exceptionnel, en deux temps, pour une maturité de 3 ans. De fait, cette intervention a permis de réduire les tensions sur le marché interbancaire qui étaient réapparues dans la zone euro, et dans une moindre mesure aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, en fin d'année 2011 (graphique). Cet épisode semble confirmer que l'action des banques centrales est efficace lorsqu'il s'agit de faire face à une crise de liquidité. Un autre enjeu essentiel du débat porte sur la capacité des mesures non conventionnelles à faire baisser les taux d'intérêt à long terme et par ce biais à stimuler l'activité. Il s'agit là en effet d'un levier important de la transmission de la politique monétaire. Sur cet aspect, les conclusions sont plus mitigées. Néanmoins, pour les Etats-Unis, une étude réalisée par Meaning et Zhu (2012) [\[5\]](#) suggère que les programmes d'achat de titres de la Réserve fédérale auraient contribué à faire baisser les taux publics américains à 10 ans de 60 points pour le premier programme (LSAP1 *Large scale asset purchase*) et de 156 points pour le second (LSAP2). Pour la zone euro, Peersman [\[6\]](#) (2011) montre que les effets des mesures non conventionnelles sur l'activité sont globalement assez proches de ceux d'une baisse du taux directeur et Gianone, Lenza, Pill et Reichlin [\[7\]](#) (2012) suggèrent que les différentes mesures prises par la BCE depuis le début de la crise ont permis d'amortir la hausse du taux de chômage, même si l'effet est limité à 0,6 point.

Dans ces conditions, comment expliquer la faiblesse, voire l'absence, de la reprise ? Une première piste évoque

l'hypothèse de la trappe à liquidité[8]. L'incertitude est encore présente et le système financier reste fragilisé si bien que les agents expriment toujours une préférence pour la liquidité et la sécurité, ce qui explique leur réticence à s'engager sur des projets risqués. Ainsi, même si les conditions de financement sont favorables, la politique monétaire ne permet pas de stimuler plus fortement l'activité. Cette hypothèse explique probablement la timidité de la reprise aux Etats-Unis. Mais, à cette hypothèse, s'ajoute dans la zone euro et au Royaume-Uni, une deuxième piste qui attribue la faiblesse de la reprise à l'impact des politiques budgétaires restrictives. En effet, les pays de la zone euro comme le Royaume-Uni poursuivent une stratégie de consolidation budgétaire qui pèse sur la demande. Les politiques monétaires sont alors certes expansionnistes mais elles ne parviennent pas à compenser l'effet récessif des politiques budgétaires sur la croissance.

**Graphique. Tensions sur les marchés interbancaires\***



\* Les tensions sont mesurées par l'écart entre les taux interbancaires (Libor ou Euribor) et l'overnight interest rate swap (OIS).

Source : Datastream.

---

[1] Il faut cependant rappeler l'exception de la BCE qui a augmenté prématurément son taux directeur par deux fois en 2011. Elle est depuis revenue sur ces décisions et a baissé le principal taux directeur qui s'établit à 0,75 % depuis juillet 2012.

[2] La première estimation du PIB du Royaume-Uni pour le troisième trimestre 2012 indique un rebond de la croissance après 3 trimestres de baisse. Ce rebond résulte cependant de facteurs exceptionnels (voir [Royaume-Uni : l'enlèvement](#)) et l'activité reculerait à nouveau au quatrième trimestre.

[3] Les politiques monétaires non conventionnelles avaient déjà fait l'objet de nombreuses analyses appliquées au cas de la Banque du Japon. La mise en œuvre de mesures équivalentes aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro a contribué à amplifier très largement l'intérêt pour ces questions.

[4] « [Unconventional monetary policy in theory and in practice](#) », *Banca d'Italia Occasional Papers* n°102.

[5] « [The impact of Federal Reserve asset purchase programmes :another twist](#) », *BIS Quarterly Review*, March p.23-30.

[6] « [Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the euro area](#) », ECB Working Paper n°1397.

[7] « [The ECB and the interbank market](#) », CEPR Discussion Paper n°8844.

[8] Voir [OFCE](#) (2010) pour une analyse de cette hypothèse.

---

# Pigeons : comment imposer le revenu des entrepreneurs ? (2/2)

Par [Guillaume Allègre](#) et [Xavier Timbeau](#)

Après avoir proposé dans [le projet de loi de finances 2013](#) d'imposer les gains de cession de valeurs mobilières au barème progressif de l'IR, et non plus à un taux proportionnel de 19%, le gouvernement a promis de corriger sa copie, sous la pression d'un groupe d'entrepreneurs qui s'est mobilisé sur le web sous le hashtag #geonpi (pigeons). Un [amendement proposé par le gouvernement](#) prévoit une dérogation à l'imposition au barème sous condition de durée de détention (2 ans), de pourcentage de détention des titres (10% des droits de vote) et d'activité salariée ou dirigeante. Les entrepreneurs resteraient ainsi soumis à l'imposition au taux proportionnel de 19%. [Dans un premier billet](#), nous avons décrit comment les plus-values devaient être imposées de manière à respecter l'équité avec les revenus du travail. En quoi la situation des entrepreneurs et des personnes possédant une part significative du capital d'une entreprise justifie-t-elle une prise en compte particulière des gains de cession de valeurs mobilières ?

A première vue, l'imposition conjointe des revenus du capital et du travail est particulièrement pertinente pour les entrepreneurs qui peuvent choisir de se rémunérer soit sous forme de salaires, soit, de façon différée sous forme de plus-values de cession. Dans ce contexte, la neutralité de l'impôt est équitable et efficace dans la mesure où elle ne distord pas le choix de l'entrepreneur.

Les défenseurs d'un traitement spécifique de l'entrepreneuriat avancent plusieurs arguments. (1) L'entrepreneuriat apporte une forte externalité positive en termes d'innovation, de croissance et l'emploi. (2) Les entrepreneurs sont méritants (ils travaillent dur et prennent des risques). (3) Le risque pris par les entrepreneurs est non-diversifiable. Ils ne peuvent pas compenser leurs moins-values et plus-values, l'imposition des plus-values seules réduit le rendement *ex ante* de l'entrepreneuriat, et donc le nombre d'entrepreneurs, la croissance et l'emploi.

Les contre-arguments à ces arguments sont :

(1) L'impôt sur le revenu est un mauvais instrument pour prendre en compte les externalités : à ce jeu-là, les chercheurs, les professeurs, les travailleurs sociaux, les médecins, et en général toutes les professions dans les activités produisant des externalités (santé, éducation, culture, etc.) pourraient prétendre à un avantage fiscal (les journalistes ont réussi à conserver le leur) ; il est donc à craindre, dans ce contexte, que l'avantage fiscal reflète plus le pouvoir d'influence que l'externalité économique.

(2) Du point de vue de l'équité, il n'y a pas de raison de traiter différemment le revenu risqué des entrepreneurs et les revenus du travail. Un jeune sans réseau qui s'engage dans des études longues prend également un risque : comme l'entrepreneur, il renonce à un salaire immédiat pour un revenu futur incertain (il peut échouer dans ces études, choisir une filière peu porteuse...). Le revenu de l'entrepreneur tient déjà compte du risque et de l'effort : c'est parce que l'entrepreneuriat est une activité risquée et demandant des efforts qu'elle est potentiellement rémunératrice. Les pouvoirs publics ne peuvent pas – et ne devraient pas – distinguer la part de revenu (du travail ou du capital) qui provient du risque, de l'effort, du talent, de celle qui provient du hasard, du réseau social, et des circonstances. Enfin, tenir compte du risque, en récompensant

ceux qui ont la chance de sortir gagnants (ceux qui ont des plus-values) relève d'une vision particulière de l'équité : en présence de hasard, l'équité préconise de compenser les perdants, plutôt que d'abonder la récompense des gagnants.

(3) En termes d'efficacité, en présence d'un aléa, compenser les perdants agit comme une assurance, ce qui incite à la prise de risque. Domar et Musgrave (1944) soulignaient déjà que l'imposition proportionnelle des revenus de l'entreprise encourageait à la prise du risque entrepreneurial. Ce résultat repose sur l'hypothèse d'un impôt négatif lorsqu'il y a des pertes, de sorte que l'Etat se comporte comme un partenaire solidaire. Si cette hypothèse est justifiée pour les grands groupes qui peuvent consolider les gains et les pertes de leurs filiales et/ou reporter en avant certaines pertes, elle est moins légitime pour les entrepreneurs qui ne peuvent pas diversifier les risques qu'ils prennent. La société à responsabilité limitée, la limitation des biens que l'entrepreneur peut gager, la possibilité de pouvoir refuser un héritage et donc que les dettes éventuelles (y compris fiscales et sociales) des entrepreneurs confrontés à l'échec peuvent alors être effacées (alors que les éventuels actifs, en cas de succès, peuvent être transmis) sont autant de dispositifs favorisant la prise de risque individuelle. Un régime plus favorable d'imputation et de report en avant des déficits et moins-values de cession pour les entrepreneurs et individus détenteurs d'une part significative d'une entreprise pourrait renforcer ces possibilités et accroître les incitations à entreprendre.

Les entrepreneurs doivent pouvoir bénéficier d'un environnement juridique et administratif simple et accessible. Les pouvoirs publics peuvent renforcer l'écosystème entrepreneurial en rapprochant entrepreneurs, financiers (notamment la Banque publique d'investissement), incubateurs et laboratoires de recherches.

*Ex-post*, du point de vue de l'équité comme de l'efficacité, ce

sont les entrepreneurs qui échouent, et non ceux qui réussissent, qu'il faut aider *via* des lois sur la faillite personnelle, l'indemnisation chômage, et des régimes favorables de déductibilité et report en avant des déficits. Les subventions implicites à ceux qui réussissent, *via* l'impôt sur le revenu, alors que les récompenses sont déjà potentiellement extrêmement importantes, relèvent au contraire d'une forme de darwinisme social.

---

# Une compétitivité durable grâce à la fiscalité écologique

par [Jacques Le Cacheux](#)

« Choc » ou « Pacte » ? Le débat sur la perte de compétitivité française s'est récemment focalisé sur le rythme de mise en œuvre d'un basculement de cotisations sociales patronales vers un autre financement, laissant entendre que le principe en était acquis. Face à la situation dégradée de l'emploi et du solde commercial de la France, alors que les éléments étayant la thèse d'une perte de compétitivité des entreprises françaises par rapport à celles de la plupart de nos partenaires s'accumulent<sup>[1]</sup>, et que le taux de marge des entreprises affiche une faiblesse alarmante pour l'avenir, la nécessité d'une baisse du coût du travail semble s'imposer. Mais le rythme et les modalités font débat. Faut-il augmenter la CSG, la TVA, ou un autre prélèvement, au risque d'amputer le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte conjoncturel déjà plus que morose ?

## ***La conjoncture doit être gérée au niveau de la zone euro***

L'opportunité du basculement d'une partie des cotisations patronales – le chiffre de 30 milliards est souvent évoqué – sur un autre prélèvement est souvent contestée au nom des risques qu'une telle stratégie ferait peser sur une croissance déjà atone : affaiblir la consommation réduirait encore davantage les débouchés des entreprises, pesant ainsi sur l'activité donc sur l'emploi et sur les marges.

Mais la France n'est dans cette situation déprimée que parce que l'Union européenne s'est engagée dans un ajustement budgétaire à marche forcée dont tout le monde – ou presque ... – reconnaît aujourd'hui qu'il est contreproductif et voué à l'échec : comme l'illustre de manière navrante la situation espagnole, la quête d'une réduction du déficit budgétaire lorsque l'économie est en récession est vaine, et les efforts « vertueux » – coupes claires répétées dans les dépenses publiques et augmentations d'impôts – ne font qu'affaiblir un peu plus l'économie et aggraver le chômage, car les multiplicateurs budgétaires sont alors très élevés, comme l'avait montré Keynes, voilà plus de 70 ans !

Le soutien budgétaire à l'activité est la seule voie de sortie. Mais l'expérience des premières années du premier gouvernement socialiste reste dans toutes les mémoires : l'échec fut à la hauteur des illusions et le « tournant de la rigueur » rendit le gouvernement impopulaire. Ce qui ne pouvait fonctionner dans le contexte des premières années 1980, avec une économie moins ouverte, une politique monétaire autonome et une parité externe de la monnaie alors ajustable, le pourrait encore moins dans le contexte d'intégration plus poussée et de monnaie unique. Tenter de maintenir le pouvoir d'achat des ménages français, alors que le reste de la zone euro est en récession et que les entreprises françaises ont perdu de la compétitivité ne pourrait que creuser davantage le déficit extérieur, sans soutenir la croissance ni l'emploi.

Il faut donc poursuivre le combat européen pour obtenir que l'on ralentisse partout le rythme de réduction des déficits publics ; mettre en œuvre, dans la zone euro, une politique monétaire plus accommodante, qui aurait le double avantage de réduire les coûts des dettes, publiques et privées, les rendant ainsi plus soutenables, et d'exercer une pression à la baisse sur le taux de change de l'euro, favorisant la compétitivité externe à un moment où les banques centrales américaine et japonaise cherchent à faire baisser la valeur de leur monnaie, ce qui, mécaniquement, poussera l'euro vers le haut ; et s'engager conjointement dans une politique européenne coordonnée de soutien à la croissance, combinant financement de la recherche, investissements dans les réseaux transeuropéens de transport et d'électricité, et investissement dans l'éducation et la formation.

### ***L'offre productive nationale doit être soutenue et stimulée***

Le défaut de compétitivité de l'industrie française n'est pas réductible à un problème de coût de travail. Et l'on sait bien qu'une surenchère de modération salariale et de moins-disant social, dont on voit déjà aujourd'hui les ravages en Europe, ne peut qu'entraîner la zone euro dans une spirale déflationniste, comparable à celle que ces mêmes pays avaient vainement enclenchée dans les années 1930 pour tenter de sortir, chacun pour soi, de la Grande dépression.

La baisse des dépenses sociales ne peut donc pas être une réponse, alors que les besoins augmentent de toute part en raison de la montée du chômage et de la précarité de la situation d'un nombre croissant de ménages, salariés et retraités. Baisser les salaires, comme le font certains pays (Grèce et Irlande, notamment), soit directement, soit par le biais d'une augmentation du temps de travail sans accroître la rémunération, n'est pas non plus une solution, car cette déflation salariale déprimerait un peu plus la demande et nourrirait un nouveau cycle de moins-disant salarial en Europe.

Améliorer la compétitivité-coût en allégeant les charges sur les salaires peut faire partie de la solution. Mais cette option n'enverra pas forcément aux entreprises les bons signaux et n'entraînera pas nécessairement une baisse de leurs prix de vente ou une augmentation des embauches : des gains d'aubaine sont inévitables, et la plus grande aisance financière est susceptible de profiter aux actionnaires autant qu'aux clients ou aux salariés. Les allègements de cotisations sociales peuvent être ciblés, sur certains niveaux de rémunération, mais ils ne peuvent pas être sectoriels, ni conditionnels, au risque de violer les règles européennes de la concurrence.

Il convient également d'inciter et d'aider les entreprises françaises à moderniser leurs capacités d'offre. La nouvelle Banque publique d'investissement peut y contribuer, en finançant des projets prometteurs. Mais on peut également jouer sur la fiscalité des bénéficiaires des sociétés, notamment en recourant aux incitations à l'investissement et à la recherche que permettent les crédits d'impôt et règles d'amortissement : c'est un moyen de jouer plus directement sur les incitations des entreprises et de conditionner les soutiens publics à des comportements susceptibles d'améliorer leur compétitivité.

### ***La fiscalité écologique, levier de compétitivité soutenable***

Sur quels prélèvements basculer le coût de ces allègements au profit des entreprises ? Les discussions sur les mérites et inconvénients respectifs de la TVA et de la CSG abondent. Contentons-nous de rappeler ici que la TVA a été créée pour anticiper la baisse des protections tarifaires, à laquelle elle se substitue très efficacement sans discriminer sur le marché national entre produits nationaux et importations, mais en exonérant les exportations : une hausse de TVA ne diffère donc guère d'une dévaluation, avec des avantages et des inconvénients très similaires, notamment en ce qui concerne le caractère non coopératif au sein de la zone euro. Mais

rappelons aussi (voir notre [post de juillet 2012](#)) que la consommation est aujourd'hui relativement moins taxée en France qu'il y a quelques années, et moins que chez nombre de nos partenaires européens.

Recourir à une véritable fiscalité écologique aurait, au regard des autres options de financement des allègements, le grand avantage de favoriser les secteurs les moins polluants et les moins dépendants des énergies fossiles – amoindrissant du même coup nos problèmes de soldes extérieurs, pour partie imputables à nos importations d'énergie – et de mettre en place les bonnes incitations de prix et de coûts, tant pour les entreprises que pour les consommateurs. En particulier, engager sérieusement la transition énergétique suppose que l'on institue une fiscalité carbone ambitieuse, mieux conçue que celle qui, en 2009, a fait l'objet d'une censure du Conseil constitutionnel. Sa création, et son entrée en vigueur progressive, doivent être accompagnées d'une réforme des prélèvements directs sur les revenus des ménages et des principales allocations sous conditions de ressources, pour éviter les « usines à gaz » de compensation (cf. l'article dans [l'ouvrage « Réforme fiscale », avril 2012](#)).

Un « choc de compétitivité » donc, mais surtout un « pacte de compétitivité soutenable », qui incite les entreprises française à s'engager sur les bons sentiers, ceux des choix d'avenir.

---

[1] Voir notamment le [post du 20 juillet 2012](#).