

La stabilisation macro-économique dans le contexte de la crise financière globale - Quel rôle pour le multiplicateur keynésien?

J.L. Combes A. Minea & T. Yogo

- Jean-Louis Combes
 - Professeur, Doyen de l'École d'Économie
j-louis.combes@udamail.fr // 04.73.17.74.06
- Alexandru Minea
 - Professeur, Responsable du Master Recherche
alexandru.minea@udamail.fr // 04.73.17.75.00
- Thierry Yogo
 - Post doctorant; urbain_thierry.yogo@udamail.fr

- Avons-nous besoin de politiques conjoncturelles et en particulier de politiques budgétaires?
- « Le long terme est un mauvais guide pour les affaires courantes: A long terme, nous sommes tous morts » John Maynard Keynes (*A Tract on Monetary Reform*, 1923)
- Ludwig von Mises : « Brûler ses meubles n'est pas forcément une bonne méthode pour chauffer son logis ».

- Une question controversée: l'analyse des effets de la politique budgétaire
- Croyance en la possibilité d'un réglage fin de la conjoncture par la politique budgétaire avec la révolution keynésienne dans le contexte de la « Grande dépression ».
- Recul de cette idée avec la contre-révolution monétariste
- Redécouverte des mérites de la politique budgétaire avec la récession de 2008
- En union monétaire, le seul degré de liberté des gouvernements reste la politique budgétaire et cela malgré l'adoption des règles budgétaires

- Plans de relance sans précédent adoptés conjointement par les pays développés: Grand Emprunt en France (2009), Plan Européen de Relance Economique (2008), American Recovery and Reinvestment Act (2009)
- 2 interprétations possibles au renouveau du keynésianisme: les politiques redécouvrent Keynes en période de crise ou bien les politiques keynésiennes sont plus efficaces en période de crise

- Conséquence d'un endettement public excessif: le temps de la stabilisation succède au temps des relances. Mais mesurer l'impact macroéconomique des politiques budgétaires reste fondamental. Pour cela un concept clef: le multiplicateur budgétaire: le ratio indiquant l'impact de la variation d'une composante de la politique budgétaire (dépenses publiques, recettes) sur le PIB

Plan

- De l'émergence du concept
- Des controverses théoriques
- Des méthodes de calcul du multiplicateur
- Des valeurs estimées du multiplicateur

De l'émergence du concept 1/3

- 1929: plaidoyer de J.M. Keynes (et de H. Henderson) en faveur des programmes d'emplois publics: "Can Lloyd George Do It ?"
- R.H. Kahn: concept de multiplicateur des emplois dans une étude destinée à montrer l'efficacité d'un programme de travaux publics dans le contexte de la grande crise (Economic Journal, 1931) => base analytique solide pour définir une politique de la demande.
- Multiplicateur des emplois: facteur permettant de calculer le volume total d'emplois obtenu suite à la création d'emplois publics. Mécanisme de transmission: augmentation de la demande suscitée par la création d'un emploi.
- Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt de la monnaie de Keynes (1936): Multiplicateur de l'investissement => rôle central dans la politique économique

De l'émergence du concept 2/3

- Multiplicateur d'investissement mesure l'impact d'un changement exogène de l'investissement public sur les variations de revenus.
- Distinction multiplicateur d'impact (réponse immédiate du revenu) et multiplicateur cumulé (réponse cumulée du revenu aux variations cumulées des dépenses publiques).
- Toute hausse exogène de la dépense publique (investissement mais aussi consommation publique) stimule la demande globale et donc l'activité. L'augmentation de l'activité génère de nouveaux revenus qui engendrent une nouvelle demande et ainsi de suite: $\Delta Y = \Delta I/s$ avec s : propension marginale à épargner
- Principale prédiction de la théorie keynésienne: la valeur du multiplicateur devait être plus grande que 1: $\Delta I/s > \Delta I$ puisque $s < 1$. Seuil important puisque en deçà de 1 la dépense privée est évincée (« crowding out » effect: par le taux d'intérêt ou par le taux de change)

De l'émergence du concept 3/3

- Hypothèses sous-jacentes au modèle keynésien:
 - Une forme très particulière de fonction de consommation: $C = C_0 + cY$ conséquence de contraintes de liquidité auxquelles sont confrontés les agents
 - Un sous emploi des facteurs de production et une rigidité des prix (élasticité de l'offre de biens)
 - Faiblesse des effets de fuite dues aux impôts et aux importations
- Théorème de Haavelmo (1945): même si la dépense publique supplémentaire est intégralement financée par les impôts (pas de dette supplémentaire) le PIB doit s'accroître.

Des controverses théoriques

- Trois cadres théoriques remettent le multiplicateur keynésien en perspective :
 - Synthèse néo-classique
 - modèles des « nouveaux classiques »
 - modèles des « nouveaux keynésiens »

Des controverses théoriques: Synthèse néo-classique (Hicks, Samuelson)

- Courant prédominant dans les années 50 et 60: Célébrissimes modèle IS/LM (prix fixes) ou modèle OA/DA (prix flexibles)
- Dichotomie demande/offre. Demande influencée par les politiques monétaires et budgétaires et l'offre par la technologie et les facteurs de production
- A court terme: prix plus élevés => plus forte activité économique. A long terme les prix s'ajustent vers leur niveau anticipé

Synthèse néo-classique

- Mécanismes keynésiens à court terme (demande) et mécanismes classique à long terme (offre)
Construction assez *ad hoc* et peu fondée sur des hypothèses comportementales
- Multiplicateur dépend de la réponse des prix et des salaires à l'output gap (l'écart entre la croissance potentielle et la croissance réelle). Plus cette réponse est faible plus le multiplicateur est élevé
- Prix rigides => les entreprises réagissent à un accroissement de la demande par un accroissement de la production

Modèles des « nouveaux classiques » (Lucas, Barro, Sargent, Kydland, Prescott, Wallace)

- Modèles de cycles réels: importance des micro fondations et des effets de substitution inter temporelle
- Equivalence néo-ricardienne (Barro 1974): ménages dynastiques + absence de contrainte de liquidité + fiscalité non distorsive => neutralité de la politique budgétaire (« aujourd'hui la dette, demain l'impôt »)
- Mécanisme prédominant: effet de richesse minoré dans les modèles keynésiens
- Equivalence peu réaliste dans un monde où dominant les contraintes de crédit

Modèles des « nouveaux classiques »

- Possibilité de multiplicateurs keynésiens négatifs en présence de taxes distorsives.
- Inversement des dépenses publiques productives peuvent stimuler l'offre (en augmentant la rentabilité du capital privé)
- Effet potentiellement positif des dépenses publiques sur l'offre de travail par un effet richesse conduisant à une diminution de la demande de loisir (Baxter et King, 1993)

Modèles des « nouveaux keynésiens » (Gali, Woodford)

- Un outil d'analyse: les modèles DSGE (équilibre général stochastique dynamique)
- Prise en considération de « prix visqueux » justifiés par l'existence de coûts de catalogue (menu costs). Utilisation d'un cadre intertemporel et même de l'équivalence néo-ricardienne
- En général à court terme: multiplicateurs positifs mais généralement inférieurs à 1.

Modèles des « nouveaux keynésiens » (Gali, Woodford)

- Possibilité cependant de faire apparaître des effets anti-keynésiens (multiplicateurs négatifs) par différents mécanismes: prime de risque sur les taux d'intérêt, impôts distorsifs
- 2 éléments poussent les multiplicateurs à la hausse: contrainte de liquidité, faiblesse des taux d'intérêt nominaux (trappe à liquidité)
- Principale limite de ces modèles: modélisation du secteur financier généralement beaucoup trop simple

Des controverses théoriques

- Sur le plan théorique, on peut pratiquement justifier n'importe quelle valeur du multiplicateur en jouant sur les hypothèses =>
- Importance de la démarche empirique pour identifier la « vraie » valeur du multiplicateur

Des méthodes de calcul de la mesure du multiplicateur

Problème: comment isoler la composante exogène (autonome) de la politique budgétaire? Existence d'un élément induit dans la politique budgétaire (par les stabilisateurs automatiques)

- Méthodes structurelles
- Méthodes statistiques
- Méthodes narratives

Méthodes structurelles (Cowles Commission)

- Modèle macro-économétrique de grande taille (modèle de Klein-Goldberger): fonction de consommation, d'investissement, de stock,...
- Une certaine perte d'intérêt dans le monde académique depuis les années 70:
 - Critique de Lucas: paramètres non invariants au changement de politique économique
 - Critique de Sims: identification *ad hoc* des variables exogènes

Méthodes statistiques (Sims 1980)

- Modèle VAR: vector autoregressions
- Estimation d'un petit système d'équations ou chaque variable (par exemple les dépenses publiques, la fiscalité, le PIB) dépendent de leurs valeurs passées
- La politique budgétaire est identifiée comme un choc: partie non prévisible de son évolution
- Possibilité d'enrichir le modèle en introduisant des hypothèses économiques: VAR structurels (Blanchard et Quah, 1989). Exemple: les dépenses publiques sont prédéterminées, les recettes fiscales ne réagissent pas immédiatement à une modification de la conjoncture,...

Méthodes narratives (Friedman et Schwartz, 1963)

- Identification par l'étude des documents budgétaires de « véritables épisodes » d'expansion budgétaire exogène:
 - Utilisation des épisodes de guerre (Ramey et Shapiro, 2010)
 - Analyse du discours politique (Romer et Romer)

Des méthodes de calcul la mesure du multiplicateur: bilan

- Résultats assez différents selon les méthodes
- Méthodes narratives peu favorables à l'hypothèse d'un multiplicateur élevé

Des valeurs estimées des multiplicateurs 1/2

- Keynes: Multiplicateur britannique proche de 1,5. Pour des économistes proches de son entourage: 2 à 3.
- Valeurs fortement contestées par les nouveaux classiques: au mieux 1, sans doute en dessous de 1
- Débat toujours d'actualité:
 - Ramey (2011): entre 0,8 et 1,5
 - Blanchard et Leigh(2013). Le FMI aurait systématiquement sous évalué la valeur du multiplicateur. Alors que le FMI (et la commission européenne) basait ses prédictions sur des multiplicateurs de 0,5, ils seraient dans la réalité supérieurs à 1 et proches de 1,5 (erreurs systématiques de prévision suite à un programme de stabilisation)

Des valeurs estimées des multiplicateurs 2/2

- Possible explication de la grande disparité dans les estimations des multiplicateurs: effets conditionnels (non linéarité)
 - Ouverture de l'économie
 - Position dans le cycle économique
 - Niveau de l'endettement public
 - Politique monétaire
 - Niveau de développement

Ouverture de l'économie

- Plus une économie est fermée, plus les multiplicateurs sont élevés (moins de fuites par les importations qui expliquent par exemple largement les échecs des relances de 1974 et de 1981)
- Spilimbergo et al. (2009): multiplicateurs entre 1 et 1,5 pour des grandes économies structurellement plus fermées et 0,5 ou en deçà pour des petites économies plus ouvertes
- En régime de change flexible, en principe inefficacité de la politique budgétaire (éviction par le change): relance budgétaire => entrée de capitaux=>appréciation de la monnaie=>perte de compétitivité pour les exportateurs. Problème: résultats empiriques parfois contradictoires avec cette proposition

Position dans le cycle de l'économie

- USA (Auerbach et Gorodnichenko, 2012): multiplicateur des dépenses à un horizon de 1 an = 0 en période d'expansion et 1,4 en période de récession. Même résultat pour d'autres pays de l'OCDE (Batini et al., 2012)
- Explication possible: importance des contraintes de liquidité: les multiplicateurs seraient plus importants en période de crise financière (Corsetti et al., 2012: proches de 2)
- et d'une sous-utilisation des facteurs de production

Niveau de l'endettement public

- Les multiplicateurs seraient plus faibles quand la dette publique est élevée (Corsetti et al., 2012)
- Effets anti-keynésiens: une contraction budgétaire aurait des effets expansifs (Blanchard, 1990)
- Explication: signal négatif pour les agents que constitue une relance budgétaire dans un contexte budgétaire fortement dégradé
- Inversement l'austérité budgétaire permettrait de recréer de la confiance (Rother et al., 2012)
- Thèse très discutée (paramètre clef: proportion des agents soumis à des contraintes de liquidité)

Politique monétaire et trappe à liquidité 1/2

- Politique budgétaire retrouve sa pleine efficacité quand l'économie est confrontée à une spirale déflationniste (déflation par la dette: Fisher, 1933) et à un chômage élevé avec des taux d'intérêt nominaux proches de 0 (*zero lower bound*: Woodford, 2011; Christiano et al., 2011)
- Production déterminée par la demande. Le niveau de croissance potentielle tend à diminuer en raison de l'existence d'effets d'hystérèse (persistance du chômage)
- Inefficacité des politiques monétaires conventionnelles et difficultés des politiques non conventionnelles (*quantitative easing*)
- une hausse des dépenses publiques stimule l'activité économique. Les agents privés sont moins réticents à dépenser. Hausse de l'inflation anticipée qui va conduire à une diminution des taux d'intérêt réels et stimuler davantage l'activité économique.
- Multiplicateurs potentiellement supérieurs à 1,5

Politique monétaire et trappe à liquidité 2/2

- Trappe à liquidité: l'économie est déterminée par la demande: toutes politiques visant à accroître l'offre ne peut qu'aggraver les effets récessionnistes en renforçant les anticipations de baisse des prix (exemple diminution des taxes sur le capital => plus d'épargne; diminution des taxes sur le travail=> baisse du coût marginal des entreprises)
- Conflit fondamental entre le CT et le LT (qui peut exiger un renforcement des capacités productives et de la compétitivité)

Politique monétaire accommodante

- une relance budgétaire en temps normal crée des tensions inflationnistes. Celles-ci sont susceptibles d'inciter la Banque Centrale à augmenter les taux d'intérêt (règle de Taylor, règle monétaire optimale) ce qui réduit la taille du multiplicateur.
- En théorie, une politique monétaire optimale peut rendre inutile la politique budgétaire.
- Élément majorant l'efficacité de la politique budgétaire: le caractère accommodant de la politique monétaire: pas d'augmentation du taux d'intérêt suite à une augmentation des anticipations d'inflation

Union monétaire

- Rôle stabilisateur de la politique budgétaire dans une union monétaire où les pays sont affectés par des chocs spécifiques
- Problème une relance budgétaire non concertée peut affecter négativement la compétitivité d'un pays (termes de l'échange intrazone) => affaiblissement du multiplicateur
- Une solution: stabilisation interétatique ou fédéralisme budgétaire: les pays en excédent financent dans une logique de mutualisation les pays en déficit (pourquoi? Intuitivement: pas d'effet de richesse négatif minorant la demande privée lorsque la relance budgétaire est financée par la dette)
- Intérêt des relances concertées

Niveau de développement

- La plupart des études sur les multiplicateurs: pays de l'OCDE
- Quelques études dans les PED. Ilzetki et al. (2013): multiplicateurs de la consommation publique nuls mais multiplicateurs de l'investissement public positifs
- Spécificité des PED: faiblesse des institutions, politiques macro peu crédibles, comptes courants déséquilibrés,...