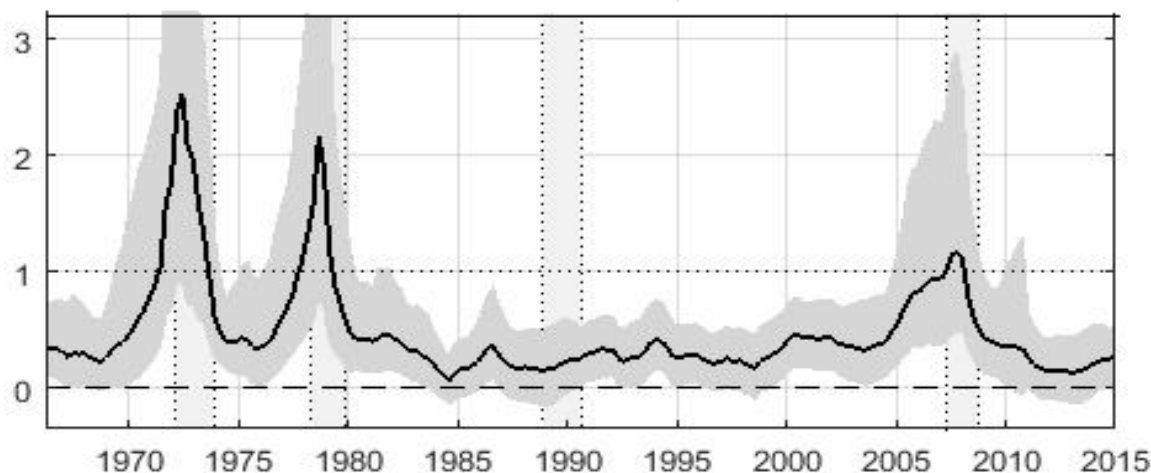


La politique budgétaire est-elle plus efficace à la borne zéro ?

Par [Giulia Sestieri](#)

Les effets d'un stimulus budgétaire sont-ils plus importants à la borne zéro des taux d'intérêt ? Certaines études empiriques suggèrent que la borne zéro ne semble pas en soi accroître les effets d'un stimulus budgétaire, contrairement à la sous-utilisation des capacités de production et à une politique monétaire accommodante, ce qui est de bon augure pour la réponse budgétaire à la crise de la Covid-19.

Figure 1. Multiplicateur budgétaire du PIB : cas du Royaume-Uni



Source : Glocker, Sestieri et Towbin (2019). La ligne continue représente le multiplicateur des dépenses publiques sur deux ans pour la production, défini comme la hausse du PIB après une augmentation cumulée des dépenses publiques équivalente à 1 % du PIB. La zone grise ombrée représente la marge d'erreur de 68 % autour de la médiane. Les barres grises verticales indiquent les épisodes de récession au Royaume-Uni.

En théorie, les effets d'un stimulus budgétaire devraient être plus importants à la borne zéro, mais les travaux empiriques ne sont pas concluants...

La taille du multiplicateur budgétaire fait partie des sujets les plus étudiés en économie. Pour autant, sa définition exacte varie considérablement d'une étude à l'autre, rendant la

comparaison souvent difficile. Dans ce billet, nous étudions le multiplicateur des dépenses publiques pour l'activité, soit la hausse du Produit Intérieur Brut générée par une unité supplémentaire de dépenses publiques (consommation et investissement publics). Le PIB englobant les dépenses publiques, un multiplicateur inférieur (égal) à un est jugé faible car il signifie qu'une variation des dépenses publiques fait baisser (laisse inchangées) les autres composantes du PIB, comme la consommation et l'investissement, ou que le stimulus s'est en partie propagé à l'étranger via davantage d'importations. La faiblesse du multiplicateur peut résulter, par exemple, d'une baisse de la consommation des ménages en anticipation de futures hausses de fiscalité pour combler le surplus de déficit engendré par la hausse des dépenses publiques, d'une hausse des importations nettes (généralement, les importations augmentent lorsque la production domestique s'accroît tandis que les exportations, tirées essentiellement par la demande extérieure, varient peu), ainsi que de mesures de politique monétaire. En temps normal, l'effet d'un stimulus budgétaire est inflationniste et la politique monétaire réagit en relevant ses taux d'intérêt, pouvant engendrer une hausse de l'épargne et un effet d'éviction sur la consommation privée - et in fine un multiplicateur du PIB inférieur à un. Toutefois, la théorie économique identifie également plusieurs situations où les multiplicateurs budgétaires sont supérieurs à un.

- **D'après l'hypothèse des capacités excédentaires dans l'économie (ou output gap)**, les multiplicateurs devraient être plus élevés en période de récession, les dépenses publiques pouvant mobiliser des ressources inutilisées sans générer de tensions inflationnistes.
- **À la borne zéro**, les multiplicateurs budgétaires peuvent être élevés car les banques centrales sont réticentes à contrecarrer les tensions inflationnistes générées par des chocs budgétaires positifs, comme elles le feraient autrement.

Nous utilisons ici le terme de borne zéro, mais les taux directeurs peuvent également rester figés à une valeur négative (plancher effectif). La borne zéro recouvre ici l'ensemble des situations caractérisées par une absence de réponse de la politique monétaire conventionnelle aux tensions inflationnistes (politiques de *forward guidance*, par exemple).

Comprendre les réactions de l'économie à un stimulus budgétaire dans chacune de ces deux situations (output gap et borne zéro) est essentiel pour guider les autorités publiques. Comme le dosage optimal entre politiques budgétaire et monétaire en réponse à un choc dépend de l'état de l'économie, il est important de connaître les circonstances dans lesquelles chaque levier (ou les deux simultanément) est le plus efficace.

La littérature théorique reconnaît généralement que les effets des dépenses publiques sont plus forts à la borne zéro que lorsque la politique monétaire conventionnelle n'est pas contrainte ([Christiano, Eichenbaum et Rebelo, 2011](#)), mais les études empiriques sont plutôt contrastées ([Klein et Winkler \(2018\)](#) et [Ramey et Zubairy \(2018\)](#)). À l'inverse, les études

empiriques traitant des multiplicateurs budgétaires en présence de capacités excédentaires ([Auerbach et Gorodnichenko \(2012\)](#)), offrent peu d'exceptions à la corrélation positive entre impact d'une relance budgétaire et degré de sous-utilisation des capacités dans l'économie.

La taille des multiplicateurs budgétaires à la borne zéro peut aussi dépendre d'autres facteurs...

Le blocage à un bas niveau des taux directeurs ne constitue probablement pas en soi une condition suffisante pour que les multiplicateurs budgétaires soient plus élevés. En effet, malgré l'absence de réponse de la politique monétaire conventionnelle, les multiplicateurs peuvent être faibles lorsque :

- la politique monétaire contrainte peut être efficacement remplacée par des mesures non conventionnelles ([Lhuissier, Mojon et Rubio-Ramirez, 2020](#)) ;
- les taux d'intérêt à moyen et long terme sont moins contraints et peuvent donc encore varier en réponse à des chocs budgétaires ([Bredemeier, Falko et Schabert, 2015](#)) ;
- Les agents anticipent que le régime de borne zéro sera de courte durée ([Ji et Xiao, 2016](#)).

Ces facteurs doivent être pris en compte lorsqu'on évalue l'interaction entre politique monétaire et politique budgétaire à la borne zéro.

Au Royaume-Uni, par exemple, contrairement à l'output gap et à une politique monétaire accommodante, la borne zéro ne semble pas générer en soi de multiplicateurs plus élevés

[Glocker, Sestieri et Towbin \(2019\)](#) étudient la variation dans le temps des multiplicateurs de dépenses publiques au Royaume-Uni sur la période 1965-2015. Leur principale conclusion (graphique 1) est que le multiplicateur des dépenses publiques pour la production au Royaume-Uni varie au fil du temps de façon cyclique, conformément aux théories mettant l'accent sur le rôle des capacités excédentaires dans l'économie. Il est en général :

- supérieur à un en période de récession
- inférieur à un en période d'expansion

De plus, en analysant les facteurs pouvant être à l'origine de la variation cyclique du multiplicateur budgétaire au Royaume-Uni et les conséquences de la borne zéro (entre 2009 et 2015, le taux directeur de la Banque d'Angleterre est resté inchangé à 0,5 %), les auteurs constatent que les capacités excédentaires et l'accès au crédit (une approximation des frictions financières) jouent un rôle important pour expliquer la variation dans le temps. Par ailleurs, la relation demeure inchangée sur la période 2009-2015, suggérant l'absence d'effet spécifique de la borne zéro sur la taille du multiplicateur et ce, bien que le taux directeur réel, utilisé comme approximation de l'orientation de la politique monétaire, influe significativement sur le multiplicateur budgétaire. Les multiplicateurs budgétaires au Royaume-Uni s'avèrent plus

élevés lorsque la politique monétaire conventionnelle est accommodante (lorsque des mesures non conventionnelles sont introduites, le taux réel constitue néanmoins une moins bonne approximation de l'orientation globale car il peut rester inchangé, voire augmenter, si l'inflation diminue).

Les multiplicateurs budgétaires pourraient être élevés durant la phase de reprise post-Covid-19

Aujourd'hui, alors que les taux directeurs des principaux pays avancés ont retrouvé leur borne zéro/plancher effectif respectif, quels pourraient être les effets macroéconomiques des plans de relance budgétaire adoptés dans les économies frappées par la Covid-19 ? Abstraction faite d'autres facteurs notables, comme les différences des ratios dette publique/PIB ou du coût du service de la dette, et en l'absence de nouvelles mesures de confinement, la coexistence actuelle de conditions multiples suggère que les multiplicateurs budgétaires pourraient être élevés dans la plupart des pays. Parmi ces conditions, comme expliqué précédemment : le faible taux d'utilisation des capacités de production attendu, les mesures non conventionnelles actuellement en place qui maintiennent les taux d'intérêt à moyen et long terme à un bas niveau et la *forward guidance* des banques centrales suggérant que les taux directeurs demeureront probablement à leurs niveaux actuels pendant longtemps.