

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

16 novembre 2012 – N° 787

Pourquoi le multiplicateur budgétaire est-il apparemment très élevé dans la zone euro ?

Les évolutions du PIB et du déficit public, désirées et réalisées, dans les pays de la zone euro montrent que le multiplicateur budgétaire (effet de la politique budgétaire sur l'activité réelle) y est apparemment très élevé (environ 1,8). Cette situation qui ruine la stratégie de rééquilibrage mise en place, peut être due :

- *au fait que les taux d'intérêt nominaux sans risque sont proches de 0, donc ne peuvent plus baisser même si des politiques budgétaires restrictives sont mises en place ;*
- *aux primes de risque souverain ;*
- *aux interactions entre les pays européens par le commerce extérieur ;*
- *à la présence de contraintes financières (nécessité du désendettement) qui empêchent qu'il y ait neutralité ricardienne, et lissage intertemporel de la consommation, puisque de ce fait les ménages ne peuvent pas consommer plus aujourd'hui même si leurs revenus futurs anticipés sont plus élevés.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

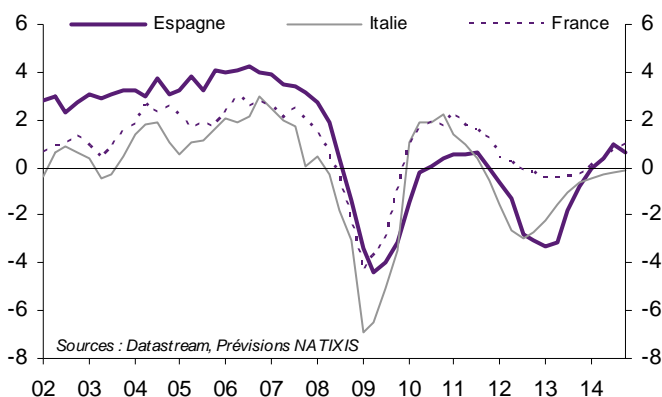
Patrick ARTUS

Le multiplicateur budgétaire est apparemment élevé dans la zone euro

Regardons les situations de l'Espagne, de l'Italie, de la France, des Pays-Bas, du Portugal, de la Grèce.

Ces pays ont décidé de réduire rapidement leurs déficits publics, (tableau 1), mais le résultat des politiques budgétaires restrictives a été une considérable baisse de la croissance (graphiques 1 a/b, tableau 2) et une très grande difficulté en conséquence à réduire les déficits publics (tableau 1).

Graphique 1a
Croissance du PIB
(volume, GA en %)



Graphique 1b
Croissance du PIB
(volume, GA en %)

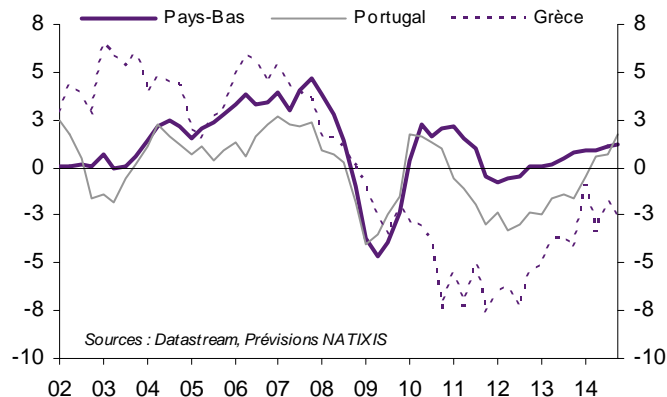


Tableau 1
Déficit public (en % du PIB)

Espagne	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gouvernement	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-6,3	-4,5	-2,8
NATIXIS	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-7,5	-6,5	-5,5
Italie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gouvernement	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9	-2,6	-1,8	-1,5
NATIXIS	-2,7	-5,4	-4,6	-3,9	-3,1	-2,6	-2,3
France	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gouvernement	-3,3	-7,5	-7,1	-5,2	-4,5	-3,0	-2,2
NATIXIS	-3,3	-7,5	-7,1	-5,2	-4,5	-3,4	-2,8
Pays-Bas	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gouvernement	0,5	-5,6	-5,1	-4,7	-3,7	-2,7	-2,0
NATIXIS	0,5	-5,6	-5,1	-4,7	-4,2	-3,5	-2,9
Portugal	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gouvernement	-3,6	-10,2	-9,8	-4,4	-5,0	-4,5	-2,5
NATIXIS	-3,6	-10,2	-9,8	-4,4	-5,3	-4,8	-3,8
Grèce	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gouvernement	-9,8	-15,6	-10,7	-9,4	-6,5	-4,9	-2,6
NATIXIS	-9,8	-15,6	-10,7	-9,4	-8,9	-8,4	-8,5

Sources : Sources Nationales, Natixis

Tableau 2
Prévisions NATIXIS de la croissance du PIB volume
(en % par an)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Espagne	0,87	-3,74	-0,32	0,42	-1,55	-1,99	0,50
Italie	-1,16	-5,50	1,76	0,54	-2,44	-1,37	-0,24
France	-0,19	-3,04	1,57	1,70	0,06	-0,40	0,48
Pays-Bas	1,77	-3,65	1,57	1,08	-0,46	0,37	1,02
Portugal	0,00	-2,90	1,40	-1,67	-2,74	-1,78	0,61
Grèce	1,03	-2,34	-4,36	-6,31	-6,38	-4,19	-2,16

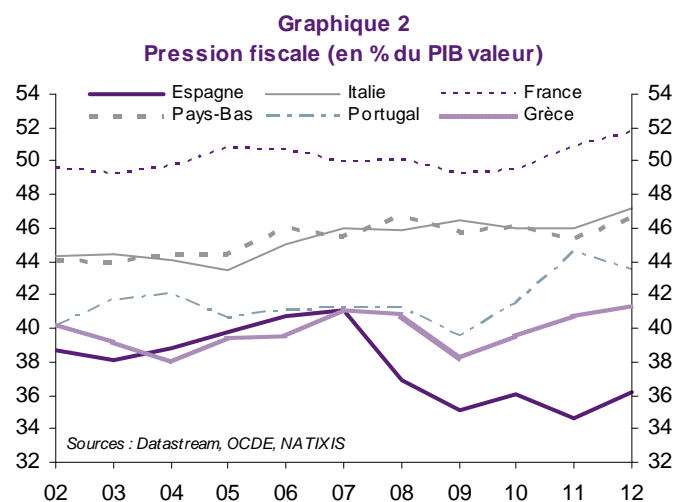
Sources : Sources Nationales, Natixis

Compte tenu de la **pression fiscale (graphique 2)**, le **multiplicateur budgétaire m** peut être calculé comme :

$$m = \frac{\Delta \text{ PIB (\%)} \text{ par rapport à } \Delta \text{ PIB potentiel}}{\Delta \text{ déficit public (\% PIB)}}$$

$$\left\{ \begin{array}{l} \Delta \text{ recettes fiscales (\% PIB)} = f \cdot \Delta \text{ PIB (\%)} \text{ où } f \text{ est la pression fiscale (graphique 2)} \\ \Delta \text{ déficit public réalisé (\% PIB)} = \Delta \text{ déficit public désiré (\% PIB)} - \Delta \text{ recettes fiscales (\% PIB)} \end{array} \right.$$

Ceci conduit à une **estimation sur 2011-2013 du multiplicateur budgétaire** de : 1,5 en Espagne ; 2,2 en Italie ; 0,9 France ; 2,6 aux Pays-Bas ; 1,7 au Portugal ; 3,6 en Grèce, ce qui **est énorme**.



Les multiplicateurs budgétaires sont donc très élevés (1,8 pour l'ensemble des pays), au point qu'ils rendent très difficile la correction des déficits publics.

Comment peut-on l'expliquer ?

Les explications vraisemblables des multiplicateurs budgétaires très élevés

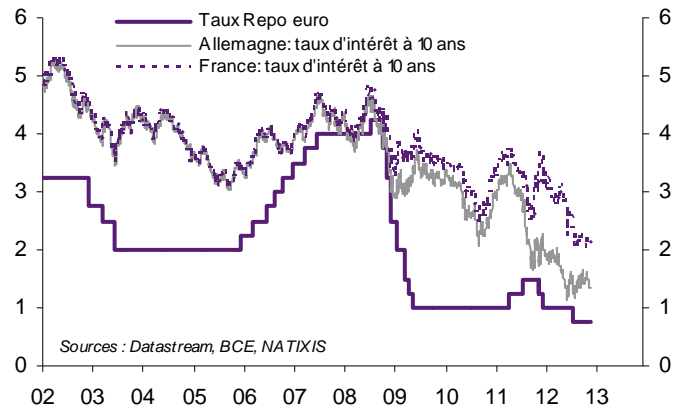
Nous pensons que les **multiplicateurs budgétaires très élevés peuvent s'expliquer par :**

- 1- Le niveau très faible des taux d'intérêt nominaux sans risque ;
- 2- La présence de primes de risque souverain ;
- 3- Les interactions entre pays ;
- 4- La présence de contraintes financières qui empêchent qu'il y ait neutralité ricardienne et lissage intertemporel de la consommation.

1 Niveau très faible des taux sans risque

Les taux d'intérêt sans risque sont très faibles dans la zone euro (**graphique 3**). **Ceci interdit que les politiques budgétaires restrictives fassent baisser les taux d'intérêt sans risque, ce qui serait le cas normalement, et soutiendrait l'économie** en présence de politique budgétaire restrictive (il ne peut pas y avoir de « crowding in » de la demande privée).

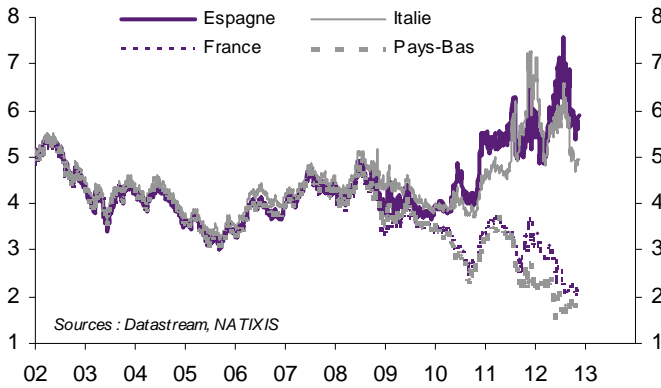
Graphique 3
Taux repo euro et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



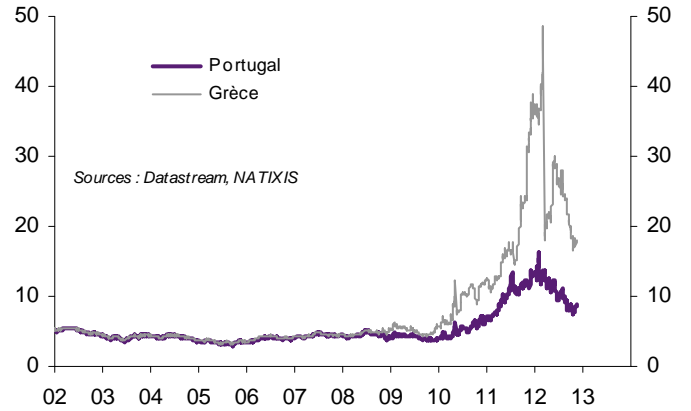
2 Présence de primes de risque souverain

En Espagne, en Italie, au Portugal, en Grèce (pas en France ou aux Pays-Bas), **les taux d'intérêt sont accrus par des primes de risque souverain**. Ces primes concernent aussi bien les dettes des **Etats (graphiques 4 a/b)**, que des **banques (graphiques 5 a/b)** et des **entreprises non financières (graphiques 6 a/b)**.

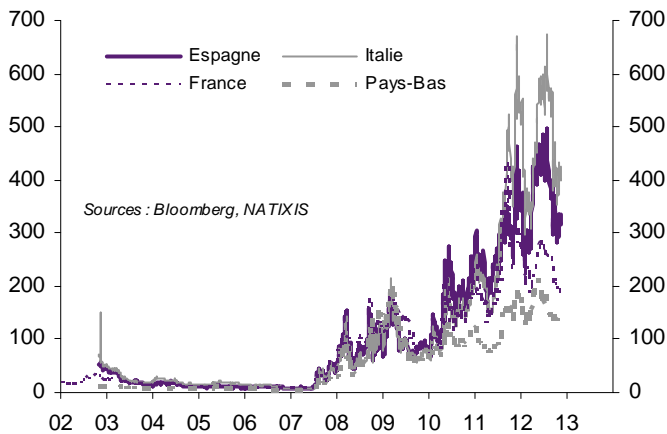
Graphique 4a
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



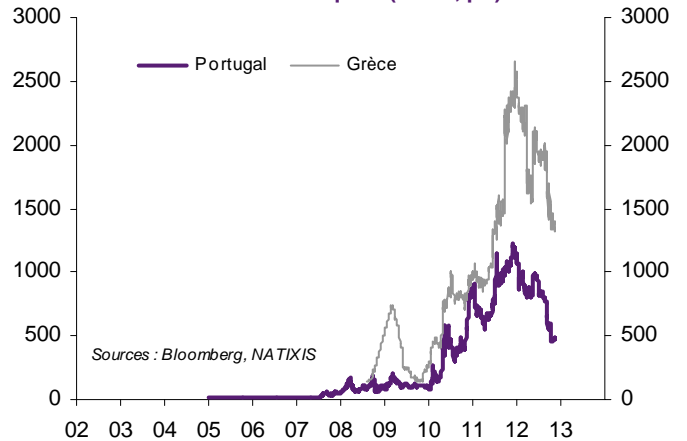
Graphique 4b
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



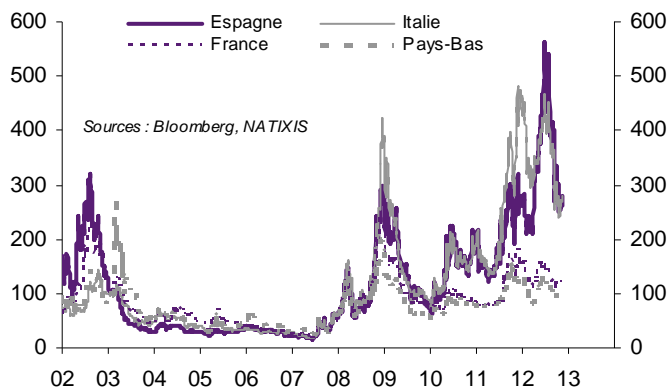
Graphique 5a
CDS des banques (5 ans, pb)



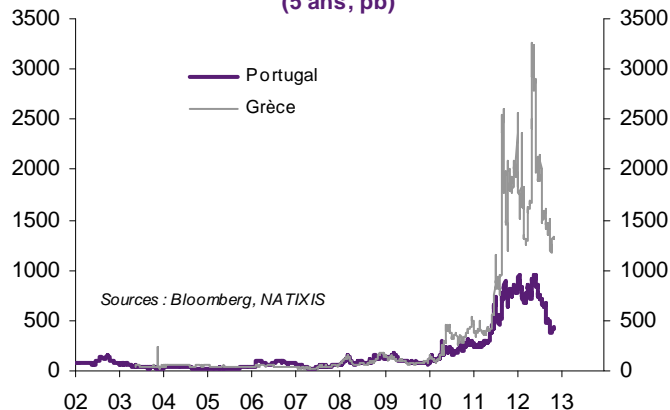
Graphique 5b
CDS des banques (5 ans, pb)



Graphique 6a
CDS des entreprises non financières
(5 ans, pb)

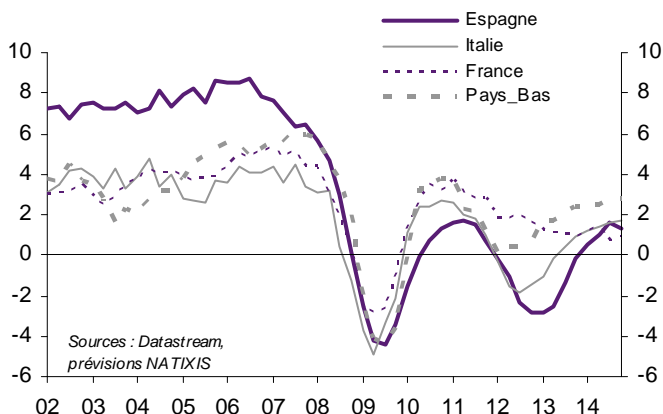


Graphique 6b
CDS des entreprises non financières
(5 ans, pb)

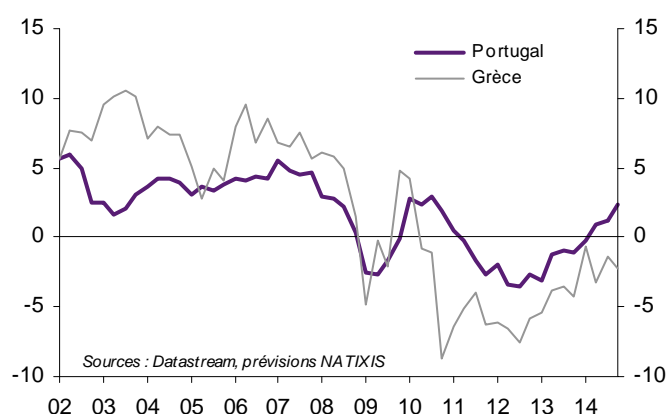


Il en résulte des taux d'intérêt anormalement élevés par rapport aux taux de croissance (graphiques 7 a/b) et qui ne réagissent pas à la baisse au recul de la demande intérieure (graphiques 8 a/b) puisqu'ils sont dominés (en Espagne, en Italie, au Portugal, en Grèce) par les primes de risque souverain qui ne reculent pas avec la demande (ici aussi, pas de « crowding-in »).

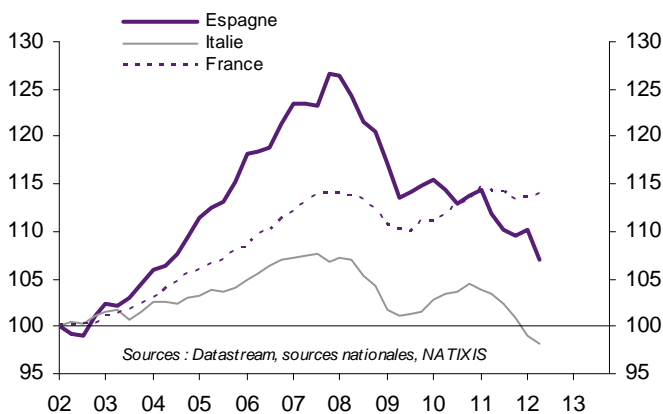
Graphique 7a
PIB en valeur (GA en %)



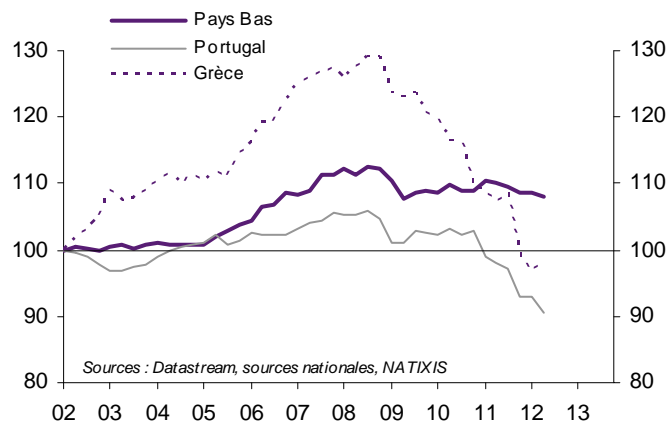
Graphique 7b
PIB en valeur (GA en %)



Graphique 8a
Demande intérieure (volume, 100 en 2002:1)



Graphique 8b
Demande intérieure (volume, 100 en 2002:1)



3 Interactions entre les pays

Le fait que de nombreux pays européens (France, Espagne, Italie, Grèce, Portugal, Pays-Bas, Belgique, Royaume-Uni...) mènent des politiques budgétaires restrictives conduit à une **démultiplication de l'effet de ces politiques**.

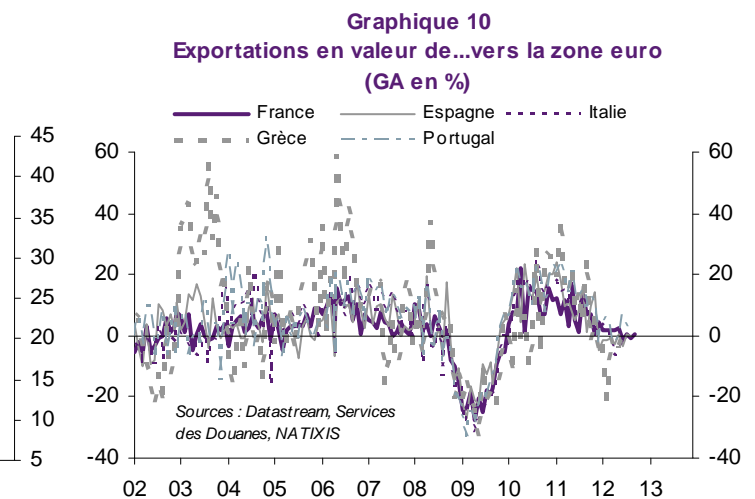
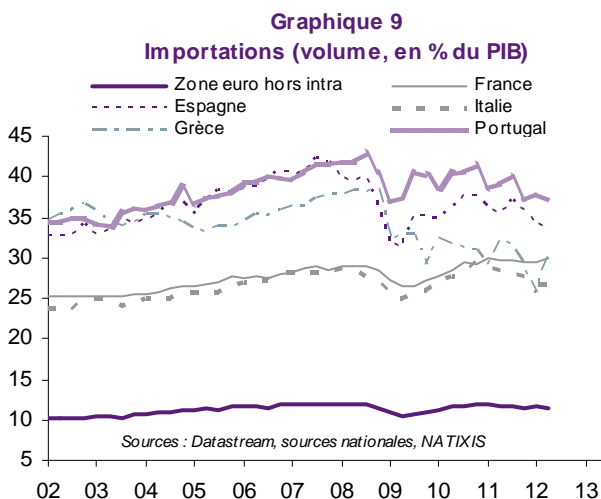
D'ailleurs, le multiplicateur budgétaire est dans la théorie la plus simple égal à :

$$m = \frac{1}{\sigma + \mu}$$

m est le multiplicateur budgétaire, σ le taux d'épargne de la Nation, μ le poids des importations dans le PIB.

Le poids des importations dans le PIB est beaucoup plus faible au niveau européen qu'au niveau de chaque pays (graphique 9), ce qui conduit à un multiplicateur budgétaire plus élevé lorsque toute l'Europe tente de réduire ses déficits publics.

De manière équivalente, le fait que tous les pays mènent des politiques budgétaires restrictives fait chuter les exportations (**graphique 10**) donc l'activité de chacun des pays.



4 Contraintes financières donc absence de neutralité ricardienne et de lissage intertemporel de la consommation

Une politique budgétaire restrictive implique que **les revenus des ménages sont plus faibles aujourd'hui qu'ils ne le seront dans le futur**.

Ceci est surtout vrai si la politique budgétaire restrictive consiste en une réduction des dépenses publiques qui permettra dans le futur de diminuer la pression fiscale. **La « neutralité ricardienne » consiste alors en ce que la consommation (dépenses) des ménages est soutenue aujourd'hui par l'anticipation de la baisse des impôts dans le futur.**

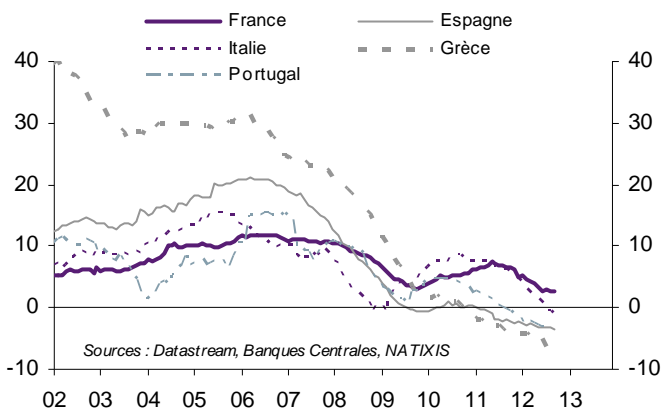
Mais pour cela, **il faut que les ménages puissent s'endetter (ou moins épargner) aujourd'hui pour consommer et rembourser plus tard** lorsque leurs revenus seront accrus.

Si les ménages sont confrontés à une contrainte financière, ceci n'est pas possible, et la baisse de leurs revenus aujourd'hui conduit nécessairement à la baisse de leurs dépenses aujourd'hui.

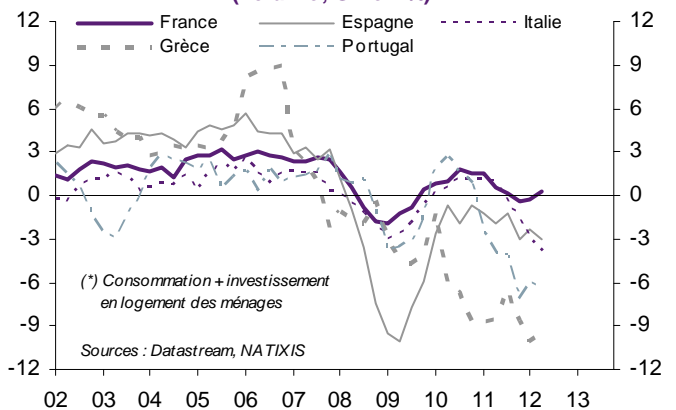
Dans les pays que nous examinons, les ménages sont bien confrontés à une contrainte financière, puisqu'ils se désendettent (graphique 11).

Ils ne peuvent pas alors consommer par anticipation leurs revenus futurs, et leur demande est affaiblie (graphique 12). Ceci accroît évidemment le multiplicateur budgétaire.

Graphique 11
Crédits aux ménages (GA en %)



Graphique 12
Demande* des ménages (volume, GA en %)



Synthèse : on peut comprendre le niveau très élevé du multiplicateur budgétaire aujourd'hui dans la zone euro

Regardant les situations de l'Espagne, de l'Italie, de la France, des Pays-Bas, du Portugal, de la Grèce, nous estimons le multiplicateur budgétaire dans ces pays de la zone euro autour de 1,8 soit un niveau très élevé.

Ceci se comprend :

- parce que le recul de la demande intérieure ne peut pas faire reculer les taux d'intérêt, avec le niveau presque nul des taux d'intérêt sans risque et avec la présence de primes de risque souverain ;
- parce que l'effet négatif sur l'activité des politiques budgétaires restrictives est démultiplié par l'interaction entre les pays ;
- parce que le désendettement des ménages les empêche de lisser intemporellement leur consommation (il ne peut pas y avoir neutralité ricardienne).