

# **La relance budgétaire est-elle efficace ?<sup>1</sup>**

**Édouard Challe<sup>2</sup>**

**Prisme N°11  
Novembre 2007**

---

<sup>1</sup> Les idées présentées ici résultent d'une réflexion menée conjointement avec Xavier Ragot. Je tiens également à remercier Robert Boyer pour ses commentaires sur ce texte et Gérard Liné pour la relecture.

<sup>2</sup> Après avoir enseigné l'économie à l'Université de Cambridge, Edouard Challe est aujourd'hui chargé de recherche au Centre National de la Recherche Scientifique (CNRS).

## Résumé

Comment les actions de politique budgétaire (variations des dépenses publiques et baisses d'impôts) affectent-elles les variables agrégées, comme le Produit intérieur brut, la consommation, l'investissement ou l'emploi ? La théorie économique distingue trois canaux de transmission potentiels de ces chocs: selon qu'ils relèvent d'*effets de richesse*, d'*demande agrégée*, ou d'*liquidité*. Le texte cherche ainsi à évaluer dans quelle mesure ces canaux sont compatibles avec l'impact empiriquement observé des relances budgétaires. Les effets de richesse et de demande agrégée, traditionnellement associés aux paradigmes « classiques » et « keynésiens », sont ceux qui ont traditionnellement retenu le plus l'attention des économistes, pourtant, des travaux récents sur le sujet indiquent que les effets de liquidité sont eux aussi importants. Enfin, la présence d'effets de demande agrégée et d'effets de liquidité implique qu'une relance budgétaire est d'autant plus efficace à court terme qu'elle est financée par émission de dette publique. Les gains de la relance par la dette peuvent cependant entrer en conflit avec les coûts sociaux associés à une dette publique de long terme trop élevée, ce qui soulève le problème spécifique de la cohérence dynamique de la politique budgétaire.

## Introduction

La politique budgétaire est aujourd'hui considérée, en Europe du moins et certainement en France, comme le parent pauvre de la politique de stabilisation économique. Il existe sans doute de puissantes raisons à cela. Tout d'abord, les politiques budgétaires des pays de la zone Euro sont fortement contraintes par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC), et l'étaient auparavant par les critères de Maastricht destinés à assurer la convergence structurelle des économies, nécessaire à la mise en place de la monnaie unique. Pour un pays comme la France, dont le solde budgétaire apparaît structurellement négatif depuis trente ans, et se trouve souvent proche, voire au-delà, de la limite imposée de 3% du PIB, le PSC rend de fait impossible toute expansion fiscale de grande ampleur qui augmenterait les dépenses publiques sans élever les impôts, ou au contraire abaisserait les impôts sans mouvement compensatoire de la dépense, limitant ainsi de fait les effets attendus de la relance. A cette contrainte institutionnelle s'ajoute une focalisation presque totale, tant de la part grand public que des chercheurs, sur la politique monétaire, obsession soutenue par la création récente de la Banque centrale européenne et en partie justifiée par l'importance considérable des taux d'intérêts pour le niveau de l'activité dans l'ensemble de la zone Euro. La relative inertie de la politique budgétaire en France contraste fortement avec la manière dont celle-ci est perçue et pratiquée outre-Atlantique, où le déficit fluctue largement pour épouser les orientations politiques des différents gouvernements (que l'on pense par exemple au souci de l'administration Clinton, en plein *boom* économique, de réduire les dépenses publiques afin d'abaisser la dette au cours des années 1990, suivi par les baisses d'impôts à répétitions votées par les républicains dans les années 2000). Par ailleurs, cette pratique activiste de la politique budgétaire s'accompagne aujourd'hui d'un changement de perception parmi les chercheurs en économie, attesté par un renouveau très marqué des études empiriques sur les effets macroéconomiques des chocs budgétaires et par une multiplication des modèles théoriques d'obédiences diverses cherchant à rendre compte des effets empiriquement observés. Il n'est donc pas inutile de s'interroger sur ces

développements récents afin d'en dégager les principaux enseignements et, incidemment, de mesurer le chemin parcouru depuis les premières formalisations des intuitions keynésiennes (notamment sous la forme du modèle statique « IS-LM »).

Le texte commence par le rappel d'un certain nombre de faits stylisés relatifs à l'évolution du solde et de la dette publics en France et aux États-Unis sur les cinquante dernières années, ainsi qu'à leurs relations à l'activité économique. Ces faits suggèrent que la politique budgétaire ne se réduit pas au fonctionnement passif des stabilisateurs automatiques, mais qu'elle peut- être aussi discrétionnaire, surtout aux États-Unis. Il s'agit alors de discuter des méthodes empiriques qui permettent d'identifier les variations discrétionnaires de la politique budgétaire et de mesurer leurs effets sur l'activité. Le texte s'intéresse ensuite à la théorie économique, afin d'évaluer dans quelle mesure les canaux de transmission des chocs budgétaires qu'elle met en évidence sont compatibles avec leur impact empirique estimé. De manière générale, les modèles théoriques permettent de distinguer trois types généraux d'effets mis en mouvement lors d'une expansion budgétaire. Ainsi, l'approche « classique » insiste sur les *effets de richesse* liés aux variations des prélèvements fiscaux présents ou futurs ; l'approche « keynésienne », pour sa part, souligne l'importance des *effets de demande agrégée* des chocs budgétaires, dans la mesure où ces effets y augmentent le produit en stimulant la demande publique ou privée ; enfin, l'approche que nous qualifierons de « non ricardienne » s'attache à décrire les *effets de liquidité* qui sont à l'œuvre dans les économies où les marchés assuranciers et les marchés de crédit fonctionnent imparfaitement. Quoique les effets de richesse et de demande agrégée sont traditionnellement ceux qui ont le plus retenu l'attention des économistes, on cherchera à montrer, sur la base de travaux récents, que les effets de liquidités sont également importants. Enfin, l'analyse des effets de liquidité et des effets de demande agrégée révèle que les relances budgétaires sont d'autant plus efficaces à court terme qu'elles sont financées par émission de dette publique (plutôt que par l'impôt). En conclusion, il apparaît que l'avantage de la relance par la dette peut entrer en conflit avec les

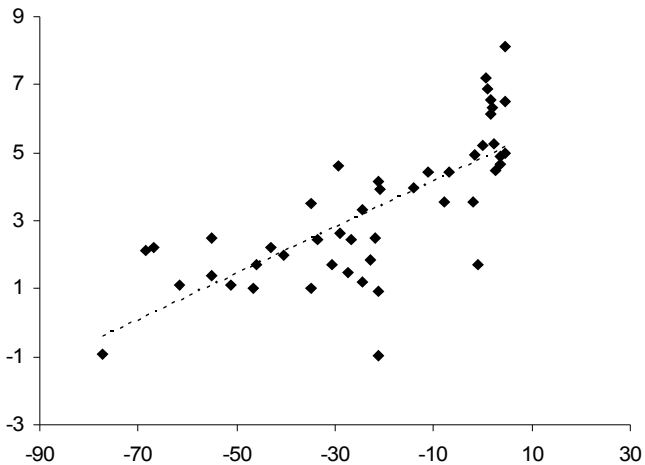
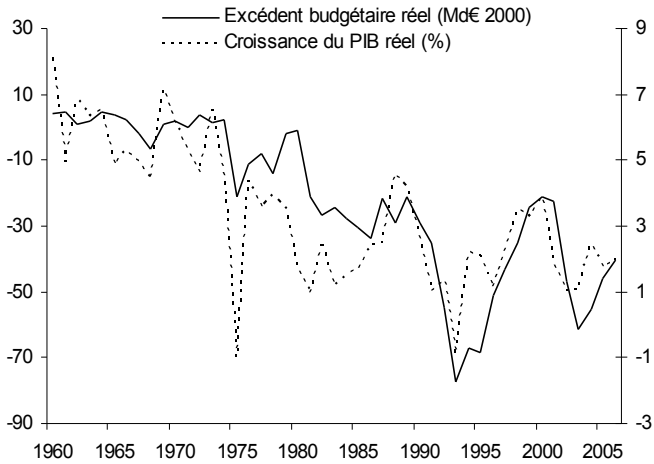
coûts sociaux associés à une dette publique de long terme trop élevée, ce qui soulève un problème spécifique de cohérence dynamique de la politique budgétaire.

## **Croissance, déficit budgétaire et dette publique : un aperçu**

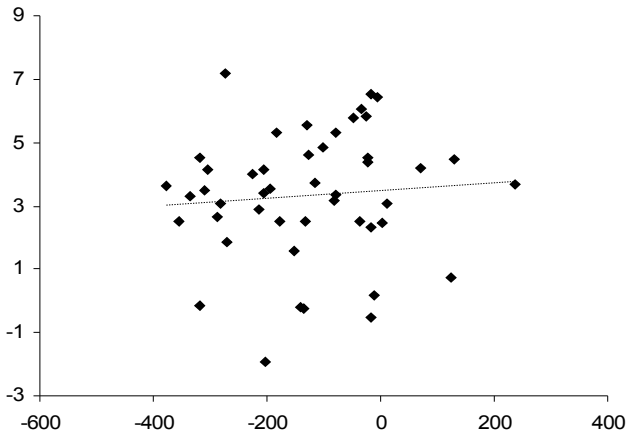
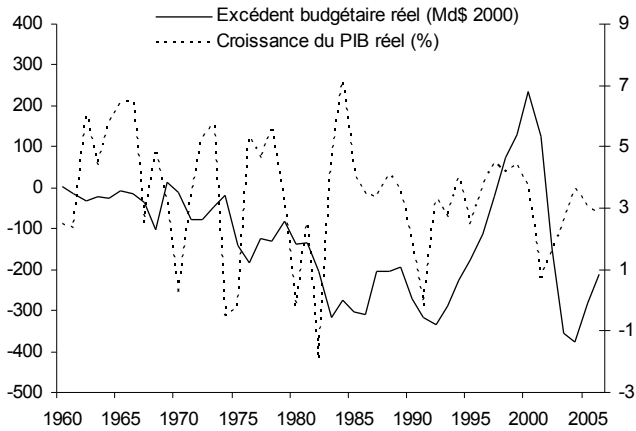
Une manière de résumer la nature plus ou moins expansionniste de la politique budgétaire courante d'un pays est de calculer son excédent budgétaire. Un déficit révèle alors soit des dépenses publiques élevées relativement au volume tendanciel des prélèvements fiscaux, soit des impôts transitoirement faibles au regard de la dépense publique moyenne, soit les deux. Les deux graphiques de gauche de la figure 1 rappellent l'évolution comparée des excédents budgétaires et des taux de croissance français et états-uniens depuis le début des années 60. On y identifie facilement les tendances longues ainsi que les inflexions importantes des comptes publics de part et d'autre de l'Atlantique sur la période considérée. En France, l'excédent budgétaire est structurellement négatif sur la période et connaît quatre plongées importantes associées à de forts ralentissements de l'activité, 1974, 1980-81, 1993 et 2003. De manière générale, l'excédent budgétaire y apparaît très fortement corrélé à la croissance économique. Ce constat simple est confirmée par le graphique nord-est de la figure 1, dont chaque point représente une année particulière, avec en abscisse l'excédent budgétaire de l'année et en ordonnée la croissance du PIB la même année ; les points sont proches de la droite de régression (ligne pointillée), ce qui indique que la corrélation est significative. La situation apparaît assez différente aux États-Unis, où la corrélation positive entre excédent et croissance est beaucoup moins prononcée, ce qu'attestent l'évolution historique des deux variables (graphique sud-ouest) ainsi que le nuage de point qui en résume l'évolution jointe (les points du graphique sud-est apparaissent assez éloignés de la tendance linéaire).

Figure 1. Excédent budgétaire et croissance en France et aux États-Unis

A. France



## B. États-Unis



*Source:* Calculs sur la base des données INSEE pour la France et des données du Bureau of Economic Analysis et du White House Office of Management and Budget pour les États-Unis. Dans chaque cas, le déflateur du PIB est utilisé pour convertir les séries nominales en séries réelles.

La corrélation entre la croissance du PIB réelle et l'excédent budgétaire, évidente en France mais aussi apparente, quoique plus faible, aux États-Unis, n'est guère surprenante : elle reflète le fonctionnement naturel des « stabilisateurs automatiques », selon lesquels une faible activité économique réduit les impôts imputés sur les différentes composantes des revenus des agents et creusent le déficit budgétaire, ce qui contribue à limiter la récession.<sup>3</sup> Cependant, le fait que cette corrélation soit loin d'être parfaite révèle que l'activité budgétaire ne se réduit pas aux stabilisateurs automatiques, et peut même être interprété comme le signe que celle-ci a été régulièrement utilisée comme instrument discrétionnaire exogène au cours de la période considérée. En effet, les chocs budgétaires expansionnistes, dès lors qu'ils stimulent l'activité, induisent typiquement une corrélation *négative*, et non pas positive, entre l'excédent budgétaire et la croissance du PIB. C'est évidemment le cas d'une baisse d'impôt, dont l'effet est de creuser le déficit, au moins à court terme. De la même manière, une hausse des dépenses publiques qui se révèle efficace d'un point de vue macroéconomique mais n'est pas intégralement financée à court terme par une hausse d'impôt d'un même montant élève le produit tout en réduisant l'excédent budgétaire. Enfin, les chocs discrétionnaires expansionnistes ont, à l'instar de tout choc de politique économique, des effets différés dans le temps, contribuant ainsi à relâcher la corrélation forte et simultanée entre croissance et excédent induite par les stabilisateurs automatiques. On peut donc interpréter la relative décorrélation entre la croissance de l'activité et l'excédent budgétaire comme un indicateur de la nature discrétionnaire de la politique budgétaire, par opposition à la réaction systématique impliquée par les stabilisateurs automatiques.<sup>4</sup> Cet argument

---

<sup>3</sup> Un « stabilisateur automatique » est un mécanisme non discrétionnaire de variation des prélèvements fiscaux et sociaux, il contribue à amortir la chute du revenu disponible des ménages suite à un ralentissement de la croissance du PIB (ou, de manière symétrique, à limiter l'élévation du revenu disponible lors d'une phase transitoire de forte croissance). L'impôt sur le revenu a cette propriété, puisqu'il est progressif et donc procyclique. C'est également le cas de l'assurance chômage, puisqu'en récession les allocations versées augmentent alors que les cotisations diminuent.

<sup>4</sup> C'est ce raisonnement qui sous-tend le calcul du solde budgétaire corrigé des variations cycliques (CVC) : on isole alors la composante discrétionnaire de la politique budgétaire en y retirant les variations qui sont liées



général, appliqué aux données sous-jacentes à la figure 1, suggère que tant la France que les États-Unis ont subi des chocs budgétaires discrétionnaires au cours de la période considérée, mais que les États-Unis ont subi davantage de chocs de ce type, et probablement des chocs plus importants que la France sur la même période.

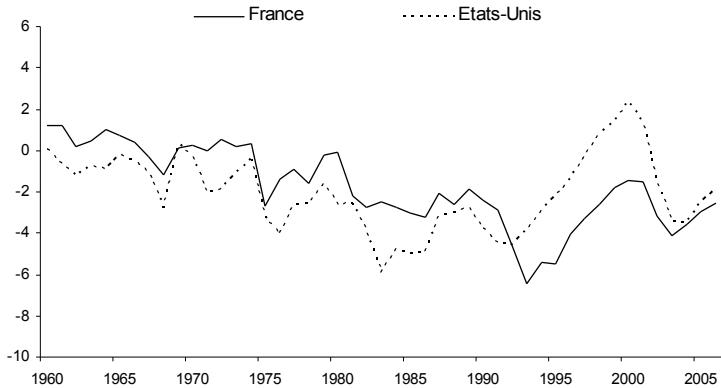
Enfin, l'activisme de la politique budgétaire aux États-Unis relativement à la politique budgétaire française se reflète également dans l'ampleur des variations de l'excédent budgétaire sur la période et sur les conséquences de ces variations pour le stock de dette publique. Pour illustrer ce point, la figure 2 compare les ratios Excédent/PIB et Dette/PIB pour les deux pays. La dette publique française y est mesurée au sens des critères de Maastricht (la série est disponible à partir de 1978), et la dette publique aux États-Unis est brute et consolidée pour assurer la comparabilité entre les deux séries. Quoique la dette n'y soit pas inférieure à la dette française entre 1978 et 1994, l'économie des États-Unis s'est distinguée par sa capacité à réduire fortement la dette de manière « active » (c'est-à-dire, au-delà des stabilisateurs automatiques, par une réduction contracyclique des dépenses publiques) au cours de la période de croissance importante des années 1990. Par comparaison, la réduction du ratio dette/PIB au cours des années de croissance soutenue en France (1998-2001) fut plus limitée, car elle s'appuyait essentiellement sur les stabilisateurs automatiques (par-delà la baisse mécanique du ratio Excédent/PIB impliquée par la croissance du PIB).

---

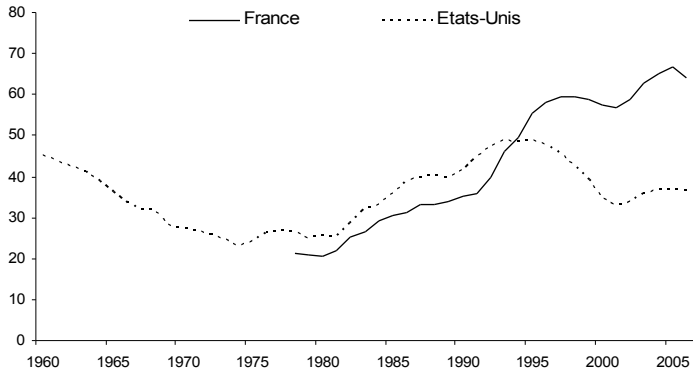
de manière endogène et systématique aux variations du PIB. La difficulté est alors d'estimer les élasticités résumant la réponse systématique des dépenses et des recettes publiques à ces variations (voir Girouard et André, 2005).

**Figure 2. Excédent budgétaire et dette publique en France et aux États-Unis**

**A. Excédent budgétaire (en % du PIB)**



**B. Dette publique (en % du PIB)**



## **L'identification des chocs budgétaires et l'évaluation empirique de leurs effets dynamiques**

Bien entendu, le simple constat, à vue de nez, d'une politique budgétaire discrétionnaire active ne peut suffire à identifier les chocs budgétaires (c'est-à-dire à leur assigner une date et une taille précise), alors que cette identification est le préalable nécessaire à une évaluation quantitative de leurs effets sur les variables macroéconomiques. Face à cette difficulté, les études économétriques ont suivi deux méthodes générales. Une première approche, initialement appliquée par Blanchard et Perotti (2002) sur données nord-américaines, puis utilisée par Biau et Girard (2005) sur données françaises, consiste à recouvrer les chocs budgétaires discrétionnaires sous-jacents directement à partir des séries temporelles. Cette technique d'identification, qualifiée de « structurelle », requiert d'isoler préalablement l'effet des stabilisateurs automatiques, puis de faire l'hypothèse, réaliste, que les chocs sur les recettes fiscales (les variations des recettes fiscales *hors* stabilisateurs automatiques) ne répondent pas aux variations inattendues du PIB avant un trimestre; autrement dit, un délai de réaction de la part des autorités est nécessaire pour décider de mettre en œuvre une mesure fiscale particulière. Cette méthode permet d'isoler pour chaque période la composante purement exogène des deux instruments de la relance budgétaire (la dépense et les recettes), puis d'en évaluer les effets à différents horizons sur les agrégats macroéconomiques. Ces études concluent notamment qu'une augmentation des dépenses publiques a un effet expansionniste sur le PIB, l'emploi, la consommation privée et les salaires. L'effet sur l'investissement privé est plus ambigu et dépend notamment de l'horizon considéré, de la série utilisée et de la technique spécifique d'identification appliquée aux données (voir Blanchard et Perotti, 2002, Fatas et Mihov, 2003, Gali, Lopez-Salidoz et Valles, 2007 pour les États-Unis, et Biau et Girard, 2005, pour la France). L'étude structurelle des chocs de recettes publiques est moins développée que celle des chocs de dépense, mais les travaux disponibles indiquent qu'une baisse d'impôt discrétionnaire stimule l'activité au moins à court terme. Nous reviendrons sur ces effets empiriques un

peu plus loin, dans le cadre de la discussion des canaux de transmission des chocs et de la compatibilité des effets documentés avec les canaux de transmission mis en avant par les modèles théoriques. L'impact d'un choc de dépenses selon l'approche structurelle est résumé dans le tableau 2 un peu plus loin.

La seconde approche, « narrative », est utilisée pour isoler les chocs de politique budgétaire. Elle consiste à identifier qualitativement dans l'histoire économique d'un pays les changements de politiques économiques comme les réformes fiscales où les programmes annoncés de variations des dépenses puis, lorsque c'est possible, de les chiffrer. De manière générale, l'approche narrative est beaucoup plus pauvre en dates de chocs budgétaires que l'approche structurelle (qui, par construction, définit un choc de dépense et un choc de recette par période, traditionnellement un trimestre). Elle dégage cependant des chocs qui sont en moyenne plus importants que ceux déduits à l'aide de l'identification structurelle. Pour les États-Unis, Ramey et Shapiro (1998) adoptent ainsi une approche très conservatrice en identifiant les changements de dépenses publiques non anticipés par les agents aux phases d'accélération des dépenses militaires, lesquelles sont essentiellement liées aux déclenchements de guerre. Toujours pour les États-Unis, Romer et Romer (2007) suivent une approche similaire en assimilant les chocs de recettes (ainsi que certains chocs de dépenses) aux dates des réformes fiscales, puis fournissent pour chaque réforme une estimation de son coût monétaire cumulé.<sup>5</sup> Le tableau 1 illustre la méthode narrative en résumant les principaux chocs budgétaires récents identifiés par ces auteurs (à notre connaissance, aucun travail similaire n'est encore disponible pour la politique budgétaire française.)

---

<sup>5</sup> L'approche de Romer et Romer, plus souple que celle de Ramey et Shapiro, engendre donc plus de dates de chocs, dans la mesure où ils incorporent toutes les réformes fiscales et pas seulement les chocs budgétaires non anticipés.

**Tableau 1. Quelques chocs budgétaires aux États-Unis selon l'approche narrative**

Dépenses publiques			Impôts		
Année	Signe	Motivation	Année	Signe	Motivation
2001	+	11 septembre	2003	-	Stimulation de la croissance
1997	-	Réduction du déficit	2002	-	Stimulation de l'activité
			2001	-	Promesse électorale
1982	-	Réduction du déficit	1991-93	+	Réduction du déficit
			1987	+	Réduction du déficit
1980	+	Réarmement	1983	+	Réforme de la sécurité sociale
1965	+	Guerre du Vietnam	1981	-	Promesse électorale

Une fois les chocs identifiés selon l'approche narrative, il est possible d'estimer leurs effets en les traitant comme variables indicatrices exogènes d'un modèle dynamique univarié (voir Ramey et Shapiro, 1998 pour les chocs de dépenses publiques, et par Romer et Romer, 2007 pour les chocs de recettes fiscales) ou multivarié (voir Burnside *et al.*, 2004, et Ramey, 2007, pour l'analyse des effets des dépenses publiques), puis de simuler la réaction des variables macroéconomiques à l'occurrence de l'un de ces chocs. Les résultats obtenus sont instructifs. Certains confirment les effets prévus par l'identification structurelle décrite précédemment ; par exemple, Romer et Romer (2007) trouvent qu'une augmentation discrétionnaire des impôts réduit substantiellement l'activité économique à court terme. De la même manière, Burnside *et al.* (2004) et Ramey (2007) montrent qu'une augmentation des dépenses publiques stimule l'activité et l'emploi. Cependant, la méthode d'identification narrative conduit à des résultats qui diffèrent radicalement de l'identification structurelle des chocs sur deux variables essentielles, la *consommation privée* et le *salairé réel* : elle prévoit en effet une réponse *négative* de ces variables à un choc de dépenses, là où l'identification structurelle concluait à un effet expansionniste.

Ce désaccord empirique, s'il peut paraître secondaire, est en réalité d'une portée considérable. En premier lieu, une réaction négative de la consommation privée signifierait que celle-ci est, au moins en partie, « évincée » par la hausse de la consommation publique ; une relance se révèle alors coûteuse pour les ménages (elle réduit leur consommation), et en même temps peu efficace d'un point de vue macroéconomique (puisque l'effet sur le produit est moindre). De la même manière, une réponse négative du salaire à une relance par la dépense modérerait les gains sociaux d'une telle mesure et pourrait compromettre sa faisabilité.

Ces controverses empiriques ont également un enjeu théorique important, car les principaux modèles des fluctuations macroéconomiques dont dispose l'économiste font des prédictions très contrastées sur la réaction supposée de la consommation et du salaire à un choc de dépense publique ; la manière dont elles y répondent effectivement a donc des conséquences beaucoup plus générales sur la perception par les économistes du modèle « correct » des fluctuations cycliques. Avant d'entrer dans le détail des principaux canaux de transmission des chocs budgétaires mis en avant par ces modèles, illustrons rapidement ce dernier point en prenant l'exemple de la réponse du salaire réel. Si celui-ci augmente suite à un choc de dépenses, c'est que la *demande de travail* par les firmes s'est déplacée (ou du moins davantage que l'offre de travail), ce qui tend à accréditer une vision plutôt « keynésienne » des fluctuations. À l'inverse, le constat d'une baisse du salaire n'est compatible qu'avec une réaction prononcée de *l'offre de travail*, ce qui s'accorde plus à une conception « classique » selon laquelle les agents choisiraient de travailler plus dans le but de provisionner les hausses d'impôts à venir, rendues nécessaires par cette expansion fiscale (notons que les deux théories ont en commun de prévoir une *hausse de l'emploi à l'équilibre*, ce qui, en effet, est unanimement constaté par les études empiriques). L'effet empirique d'un choc de dépenses sur le salaire a donc valeur d'« expérience cruciale » sur la validité de l'une ou de l'autre de ces théories. Il en est de même, nous allons le voir, pour la réaction de la consommation privée.

## Comment les chocs budgétaires affectent-ils l'activité ? L'approche « classique » et l'approche « keynésienne »

Parmi les multiples implications potentielles des chocs budgétaires sur les décisions des agents et sur l'équilibre, l'effet peut-être le plus immédiat est celui qui passe par les changements du volume des prélèvements fiscaux subis par les ménages. Comme une baisse d'impôt, par exemple, affecte leur revenu disponible, on peut s'attendre à ce qu'elle modifie immédiatement leurs plans d'épargne et de consommation. De la même manière, un choc de dépense publique expansionniste doit être financé soit par une hausse immédiate des prélèvements (si l'État souhaite conserver un budget équilibré), soit par emprunt public et donc par une hausse des impôts *futurs*. Comment cette modification de la structure intertemporelle des impôts modifie-t-elle les choix optimaux des agents ? Lorsqu'ils sont confrontés à une question *a priori* relativement complexe comme celle-ci, les économistes tentent d'abord d'y répondre par un modèle simple et épuré, qu'ils complexifient ensuite pour le rendre plus réaliste. Dans le cas présent, le modèle le plus simple permettant de répondre à la question posée, celle de la réaction *optimale* des ménages à une modification de la structure *intertemporelle* de l'imposition, se trouve être le modèle « classique » élémentaire.

L'élément central du modèle classique est que les ménages s'y comportent de façon dite « ricardienne », c'est-à-dire qu'ils opèrent leur choix de consommation et d'épargne courantes en fonction non pas de leur revenu courant, par nature fluctuant, mais en fonction de leur richesse totale, c'est-à-dire de la valeur actualisée de l'ensemble de leurs revenus présents et futurs. Ils « lissent » donc leur consommation dans le temps. Cette propriété importante procède de plusieurs hypothèses simplificatrices (nous verrons plus loin comment le relâchement de ces hypothèses modifie les résultats obtenus) : les prix et les salaires sont supposés *parfaitement flexibles* (il n'y a donc aucune rigidité nominale ou réelle), les impôts sont *forfaitaires* (et non pas proportionnels ou

progressifs) ; les ménages vivent *indéfiniment* (ils ne sont pas régulièrement remplacés par des générations successives de descendants) ; enfin, ils sont *libres de prêter ou d'emprunter* autant qu'ils le souhaitent sur les marchés de capitaux au taux d'intérêt courant (autrement dit, les marchés de capitaux fonctionnent parfaitement et les ménages ne subissent aucun rationnement du crédit). L'hypothèse de marchés de capitaux parfaits est ici essentielle car elle permet aux ménages d'isoler leur consommation courante des fluctuations éventuelles de leur revenu courant (par une succession appropriée de prêts et d'emprunts).

Considérons, dans ce monde idéalisé, l'effet d'une baisse d'impôt financée par émission de dette, laquelle se résorbera par une hausse des prélèvements à venir. La baisse des prélèvements d'aujourd'hui augmente le revenu disponible courant, mais leur hausse future réduit les revenus disponibles de demain. Si le taux d'intérêt qui sert à actualiser des revenus n'est pas affecté par le changement de politique, alors cette évolution du profil de revenu est *sans effet* sur la richesse totale des ménages, la variation des revenus futurs compensant exactement celle du revenu courant. La baisse d'impôts n'affecte donc pas la consommation courante, puisque seule la richesse totale la détermine. Concrètement, les ménages consacrent leurs gains présents à l'épargne qui leur servira plus tard à payer le surcroît d'impôts. Quelle forme cette épargne additionnelle prend-elle ? Comme les agents épargnent exactement le montant de la baisse d'impôt, ils achètent précisément le montant additionnel de dette publique émis par l'État pour la financer. Il s'en suit que sur les marchés de capitaux l'augmentation de l'offre de titres émis par l'État est identique à l'augmentation de la demande de titres achetés par les ménages. Le taux d'intérêt demeure donc inchangé, tout comme le volume d'épargne destiné à l'investissement productif et donc le stock de capital. A capital constant, la productivité du travail n'est pas modifiée, de sorte que la demande de travail par les entreprises reste elle aussi inchangée. Comme par ailleurs la richesse des ménages est restée constante, ceux-ci n'ont pas plus de raison de modifier leur offre de travail qu'ils n'en ont de modifier leur demande de consommation. Puisque ni l'offre ni la demande de travail ne changent, le volume d'emploi et le salaire d'équilibre



restent eux aussi semblables à leur niveau d'avant le changement de politique. En définitive, une baisse temporaire des impôts est *totalelement neutre* du point de vue de l'équilibre macroéconomique.

Tel est le sens de la proposition d'« équivalence ricardienne » (Barro, 1989). Au cœur de ce résultat de neutralité réside le fait que, à dépenses publiques courantes et futures inchangées, la richesse des ménages n'est pas modifiée par un cadeau fiscal transitoire, ni d'ailleurs par aucune modification de la structure intertemporelle des prélèvements fiscaux. Que les hypothèses qui fondent l'équivalence ricardienne soient peu réalistes n'a finalement pas beaucoup d'importance. Le véritable intérêt de l'expérience idéalisée que nous venons de décrire est qu'elle permet de comprendre, *a contrario*, le rôle que jouent (ou ne jouent pas) les *effets de richesse* dans la manière dont les ménages répondent à la politique budgétaire. Une baisse d'impôt est neutre car elle n'altère pas la richesse des ménages ; ce n'est pas le cas d'une relance par la dépense publique, dont les effets expansionnistes reposent intégralement sur ces effets de richesse.

Pour illustrer ce point, considérons l'impact d'une annonce de relance par la dépense, censée intervenir soit immédiatement soit plus tard (dans le second cas, l'annonce de cette politique signifie qu'elle est correctement anticipée par les ménages). Celle-ci se traduit nécessairement soit par une hausse des prélèvements fiscaux courants, soit par une hausse future de ces prélèvements si les dépenses sont financées par emprunt, soit les deux. Dans tous les cas, la richesse totale des ménages s'est réduite au moment de l'annonce de cette politique : ils réagissent donc en abaissant leur demande de consommation courante. S'ils le peuvent, ils réduisent également leur demande de loisir, c'est-à-dire qu'ils travaillent davantage pour compenser partiellement leur baisse de revenu. Cette augmentation de l'offre de travail stimule l'emploi mais fait aussi baisser le salaire réel d'équilibre, puisque la demande de travail n'a pas varié (du moins à court terme). Enfin, l'augmentation du volume d'emploi stimule l'activité. Pour résumer, les effets de richesse à l'œuvre dans le modèle classique prévoient qu'une hausse de la dépense abaisse la consommation et le salaire réel mais élève

le volume d'emploi et du niveau de l'activité. L'effet sur l'investissement est un peu plus complexe. D'un côté, cette relance budgétaire provoque une augmentation du taux d'intérêt qui dissuade les firmes d'emprunter et tend à réduire leur demande d'investissement. De l'autre, l'augmentation de l'emploi rend plus productive l'unité additionnelle de capital au sein de chaque firme, ce qui tend à stimuler la demande d'investissement. L'effet net est donc ambigu ; il dépend notamment de la persistance du choc de dépenses initial.

La première ligne du tableau 2 résume les conséquences des effets de richesse associés à une hausse des dépenses publiques.<sup>6</sup> Là encore, un relâchement des hypothèses fortes du modèle classique est sans doute souhaitable, mais il faut bien comprendre que cette entreprise a pour conséquence d'introduire de nouveaux canaux de transmission des chocs de dépense publique, plutôt que de rendre caduque la pertinence théorique des effets de richesse. Par exemple, Burnside *et al.* (2004) étudient les effets des chocs de dépenses lorsque les impôts sont proportionnels. D'autres modifications sont également possibles, comme l'introduction de rigidités de prix ou d'imperfections des marchés de capitaux, qui modifient substantiellement les résultats du modèle classique.

L'une des propriétés essentielles du modèle classique est que les facteurs de production y sont pleinement utilisés : il n'existe ni chômage involontaire, ni écart entre la production courante et la production potentielle. Cette propriété exclue de fait les *effets de demande agrégée* des impulsions budgétaires traditionnellement mis en avant par l'approche keynésienne, notamment dans sa version statique élémentaire. Commençons par rappeler brièvement les principales différences entre le modèle keynésien statique et le modèle classique. Les prix y sont rigides et non pas flexibles. Le produit y est déterminé par la demande agrégée, à laquelle s'ajustent la production des firmes et donc leur demande de travail et le niveau de l'emploi à l'équilibre : l'offre de travail ne joue ainsi aucun rôle. L'investissement courant ne dépend que du taux d'intérêt réel courant, qui est égal au taux d'intérêt nominal puisque les prix sont rigides et

---

<sup>6</sup> On pourra se référer à Baxter et King (1993) pour une étude approfondie de la dynamique d'ajustement des variables macroéconomiques suite à tel choc dans le cadre classique.

donc l'inflation nulle. La demande de consommation privée est une fonction croissante du revenu disponible courant, et non pas de la richesse totale des ménages ; les variations de ce revenu affectent donc directement la composante privée de la demande, même à richesse inchangée. Dans la version « IS-LM » du modèle, les agents ont une préférence pour la liquidité qui détermine la manière dont le taux d'intérêt nominal s'ajuste suite à une variation de l'offre ou de la demande de monnaie.

Dans ce cadre statique, les effets d'une relance budgétaire sont particulièrement simples à prévoir. Prenons l'exemple d'une baisse d'impôt. Celle-ci accroît le revenu disponible, ce qui stimule la demande de consommation et donc la production des firmes. Leur demande de travail augmente, ce qui élève le niveau de l'emploi et le revenu des ménages. Cette augmentation additionnelle du revenu stimule en retour la consommation, la demande et le produit. C'est l'effet initial de la baisse d'impôt ainsi que l'impact cumulé de ce mécanisme de retour qui finalement déterminent l'efficacité de la baisse d'impôt, c'est-à-dire la puissance des effets de demande agrégée qu'elle déclenche. Considérons maintenant l'effet d'une hausse des dépenses publiques. Celle-ci accroît la demande globale (via sa composante publique), ce qui stimule la production et l'emploi. La hausse du revenu des ménages stimule à son tour la consommation, de sorte que la composante privée de la demande globale s'élève également, ce qui augmente en retour l'emploi, le revenu et la consommation. Notons qu'une telle relance par la dépense est d'autant plus efficace qu'elle est financée par emprunt plutôt que par l'impôt ; en effet, toute augmentation concomitante des prélèvements fiscaux aurait pour effet de limiter la hausse du revenu disponible induite par l'élévation de la demande publique, ce qui réduirait la réaction de la demande privée. Rappelons enfin que les effets de demande agrégée que nous venons de décrire sont quelque peu atténués dans la version IS-LM du modèle en raison de l'ajustement de l'investissement. En effet, le surcroît de production induit par une relance budgétaire élève la demande de monnaie pour motif de transactions, ce qui, à offre de monnaie constante, contribue à accroître le taux d'intérêt nominal. A prix constants, ce taux est également le coût de l'endettement

réel qui détermine le volume d'investissement privé. Chacune des mesures de relance se traduit donc par une émission de dette qui évince partiellement les emprunts privés et l'investissement des firmes.

Une limite assez sérieuse du modèle keynésien statique tient à son silence sur l'évolution du stock de dette et sur la manière dont l'excédent budgétaire doit s'ajuster dans le temps afin d'assurer la solvabilité de l'État. Une autre manière de le dire est que ce modèle ne répond pas à l'objection, typiquement classique, selon laquelle la croissance de l'endettement public provoquée par une relance budgétaire devra bien être financée par une hausse des prélèvements fiscaux futurs, lesquels doivent en toute logique influencer les choix courants d'épargne et de consommation des ménages. Examiner la portée de cette objection requiert d'enchaîner les éléments essentiels de l'approche keynésienne au sein d'un modèle intertemporel classique où les effets de richesses jouent effectivement un rôle ; on peut ainsi espérer mesurer la puissance relative des effets de richesse et de demande agrégée à l'œuvre dans ce modèle hybride, puis évaluer lesquels sont dominants.

C'est précisément ce qu'entreprennent Gali, Lopez-Salido et Valles (2007) dans une contribution récente sur le sujet. Dans leur modèle, les prix sont partiellement rigides, c'est-à-dire que les entreprises ne peuvent ajuster leurs prix qu'occasionnellement (et pas à toutes les périodes comme dans le modèle classique). C'est la demande de travail et non son offre qui détermine le niveau d'équilibre de l'emploi, parce qu'un syndicat fixe le salaire de manière centralisée au dessus du niveau qui assurerait l'équilibrage de l'offre et de la demande de travail. L'investissement obéit à une véritable planification intertemporelle : il répond négativement au coût réel de l'endettement (tout comme dans le modèle statique), mais aussi aux profits futurs qu'en espèrent les firmes. Enfin, les ménages peuvent être de deux types : certains se comportent de manière « ricardienne », lissant leur consommation dans le temps et ajustant leur consommation courante à leur richesse totale ; les autres sont « keynésiens » et dépensent l'intégralité de leur revenu courant. L'État obéit à une contrainte

budgétaire intertemporelle, et ajuste ses recettes fiscales dans le temps de manière à assurer la stabilité du ratio Dette/PIB.

Les implications de ce modèle dynamique découlent très directement de ces hypothèses, qui n'ont finalement d'autre objectif que celui de reproduire les propriétés du modèle statique. Les effets des relances budgétaires y sont donc exactement identiques, à deux nuances près. Sans surprise, la force des effets de demande agrégée dépend dorénavant de la proportion de ménages keynésiens relativement aux ménages ricardiens, de sorte qu'ils ne dominent les effets de richesse que si cette proportion est supérieure à un certain seuil. La seconde différence concerne la réaction de l'investissement : alors que la dette élève le taux d'intérêt et réduit l'investissement privé dans le modèle statique, l'augmentation de la demande a également pour effet d'élever les profits attendus par les firmes dans le modèle dynamique, ce qui tend à stimuler la demande d'investissement ; l'impact net sur l'investissement est donc ambigu. On résume l'impact des effets de demande agrégée sur les différentes variables macroéconomiques dans la seconde ligne du tableau 2.

On vient de le voir, l'un des ingrédients indispensables au fonctionnement des effets de demande agrégée est la sensibilité de la demande de consommation des ménages à leur revenu courant. Keynes, on le sait, attribuait ce comportement à une « loi psychologique fondamentale ». Une hypothèse peut-être plus actuelle et moins controversée est que certains individus se comportent de manière keynésienne parce qu'ils subissent des *contraintes de liquidité* qui les empêchent d'emprunter pour consommer autant qu'ils le souhaiteraient compte tenu de leurs revenus futurs et du taux d'intérêt courant. Dans cette situation, toute unité additionnelle de revenu courant se substitue à l'emprunt manquant, elle est donc consommée dans son intégralité. IL s'agit là finalement d'une implication relativement secondaire de l'hypothèse de contrainte de liquidité ; une fois celle-ci admise, ses conséquences macroéconomiques se révèlent aller bien au-delà des simples effets de demande agrégée soulignés par l'approche keynésienne.

## Les effets de liquidité dans les modèles « non ricardiens »

L'importance mentionnée plus haut de deux hypothèses particulières dans l'établissement de la proposition d'équivalence ricardienne concerne l'horizon infini des agents et la perfection des marchés de capitaux. Par opposition, sont qualifiés de « non ricardiens » les modèles qui s'affranchissent de l'une ou de l'autre de ces hypothèses. La prise en compte de l'horizon fini des ménages et du renouvellement continu des générations modifie le résultat de neutralité du modèle classique, parce qu'une baisse d'impôt peut augmenter la richesse de la génération présente, tout en reportant le coût de la mesure sur les générations futures. On peut cependant penser que la prise en compte des effets du renouvellement générationnel est davantage adaptée à l'étude de problèmes de long terme (comme celui des niveaux optimaux moyens de dette publique et de stock de capital) qu'à celle des effets de court terme de la relance budgétaire. En revanche, l'existence de contraintes de liquidité limitant la capacité d'endettement des agents affecte immédiatement la réaction des ménages aux chocs macroéconomiques, parce qu'ils peuvent alors se retrouver dans l'incapacité de lisser librement leur consommation en réponse aux fluctuations de leur revenu. Il est d'ailleurs important de préciser, à ce stade, que la prise en compte des contraintes de liquidité modifie en profondeur les propriétés dynamiques des modèles macroéconomiques, au point de constituer un paradigme émergent dont la généralité est du même ordre que l'hypothèse de rigidités des prix. Ces contraintes permettent notamment de rendre compte de phénomènes aussi divers que la non neutralité de la politique monétaire (voir, par exemple, Algan *et al.*, 2005), la persistance du chômage (Acemoglu, 2001), ou encore l'amplitude et la propagation des fluctuations macroéconomiques (Kiyotaki et Moore, 1997). Dans le cadre de la question qui nous intéresse ici, on va montrer que la présence de telles contraintes permet de retrouver certaines intuitions keynésiennes relatives à l'efficacité de la politique budgétaire discrétionnaire, mais au sein d'un cadre

théorique beaucoup plus parcimonieux que ne l'est la version dynamique du modèle IS-LM décrite précédemment.

Challe et Ragot (2007) étudient les effets des chocs budgétaires de court terme dans un modèle dynamique simple ayant cette propriété. Dans l'économie qu'ils étudient, les ménages subissent des fluctuations de leur revenu individuel car ils transitent de manière aléatoire entre emploi et chômage.<sup>7</sup> Par ailleurs, l'assurance-chômage est supposée fonctionner imparfaitement, c'est-à-dire qu'elle ne permet pas d'éliminer complètement les fluctuations de revenu provoquées par ces transitions (ce que l'on observe effectivement dans les pays où de tels systèmes d'assurance sont en place); il s'agit là, dans le langage des économistes, d'une forme particulière *d'incomplétude des marchés assuranciels*. Enfin, les contraintes de liquidité auxquelles font face les individus au chômage sont telles qu'elles les empêchent d'emprunter suffisamment pour isoler complètement leur consommation courante des fluctuations de leur revenu.<sup>8</sup>

Une propriété générale de ce type de modèles (qualifiés de « modèles de Bewley », en référence à leur concepteur) est que les ménages compensent l'absence d'assurance sociale par une *épargne de précaution* individuelle : afin de lisser au moins partiellement leur consommation, ils accumulent des actifs lorsque leur revenu courant est élevé (dans le cas présent, lorsqu'ils travaillent), pour y puiser lorsque leur revenu courant est faible (lorsqu'ils sont au chômage). Les supports d'actifs susceptibles d'assurer efficacement ce rôle d'épargne de précaution sont qualifiés de *liquidité*, en ce qu'on attend d'eux qu'ils puissent être facilement convertis en biens de consommation à la suite d'un choc de revenu défavorable (comme la perte de son emploi). Les titres de la dette publique, qui constituent un actif peu risqué et dont le rendement est peu corrélé avec la probabilité tomber au chômage, constituent une forme privilégiée de liquidité. Comme les chocs budgétaires expansionnistes à budget non équilibré augmentent

---

<sup>7</sup> Carrol (1992) a montré que le risque de chômage subis par les ménages aux États-Unis constitue effectivement leur principal risque de variations de revenu.

<sup>8</sup> Jappelli et Pagano (1994) étudient empiriquement l'intensité des contraintes de crédit dans un certain nombre de pays de l'OCDE. L'un des indicateurs utilisé est le montant d'apport personnel nécessaire à l'achat d'un logement ; celui-ci est de 20% de la valeur totale du bien en France et aux États-Unis.

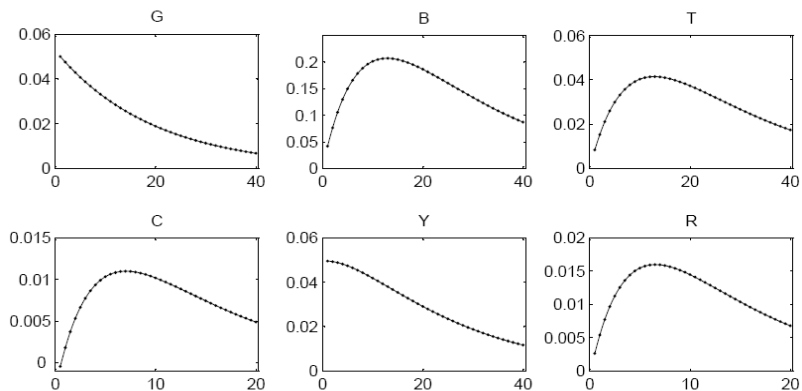
la dette publique, ils influencent la quantité de liquidité en circulation dans l'économie et donc la capacité des ménages, dans leur ensemble, à former leur épargne de précaution. Dans ce contexte, une liquidité plus abondante permet aux ménages subissant un choc de revenu négatif d'atténuer la baisse de leur consommation individuelle, ce qui élève la consommation privée totale. On s'attend donc à ce que *ces effets de liquidité* engendrés par une relance budgétaire provoquent une élévation de la consommation privée, en plus de stimuler le produit et l'emploi ; c'est précisément ce que l'article de Challe et Ragot (2007) vise à vérifier.

Suite à un choc budgétaire expansionniste, l'État est supposé choisir le niveau des prélèvements fiscaux en fonction du niveau de la dette publique courante, et ce de manière à assurer le retour progressif du ratio Dette/PIB vers une valeur cible de long terme (ce retour peut s'opérer plus ou moins rapidement selon que les impôts réagissent de manière plus ou moins forte au niveau de la dette courante). Comme une baisse d'impôt ne donne pas lieu à une contraction de la dépense publique, de même qu'une relance par la dépense ne donne pas lieu à une élévation d'un même montant des prélèvements fiscaux, toute relance budgétaire est au moins en partie financée par émission de dette publique dans le court terme. Dans ce cadre, les auteurs étudient la réaction des variables macroéconomiques à une relance budgétaire, que celle-ci s'opère par une augmentation de la dépense ou par une baisse des recettes fiscales. La figure 3 représente les résultats obtenus. Commençons par les graphiques A et B, qui tracent la réponse des variables dans le temps suite à un choc de dépenses publiques. G est la dépense publique, ici exogène et persistante. B représente la dette publique, T les recettes fiscales, Y le PIB, C la consommation et R le taux d'intérêt courant. Le graphique A représente une situation où les impôts réagissent relativement peu à l'accroissement de la dette provoqué par le choc budgétaire, ce qui conduit à une convergence lente de celle-ci vers sa valeur de long terme. Le graphique B représente la situation inverse, où la forte réaction des impôts à court et moyen terme provoque une croissance modérée de la dette publique et sa convergence rapide vers sa valeur asymptotique.

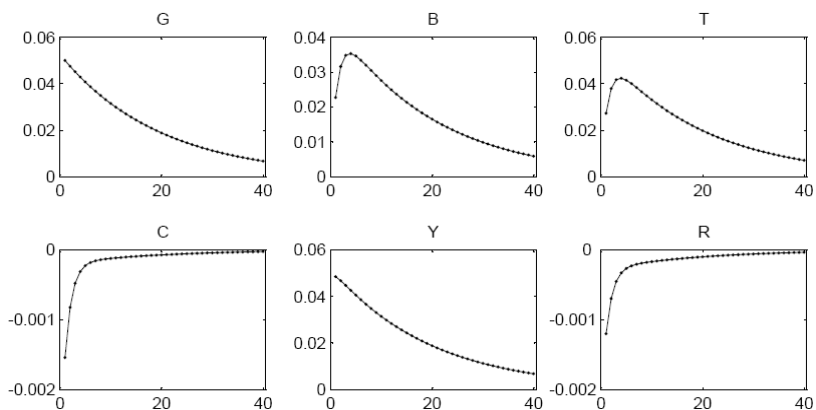


**Figure 3. Effets de liquidité et effets de richesse associés à une relance budgétaire**

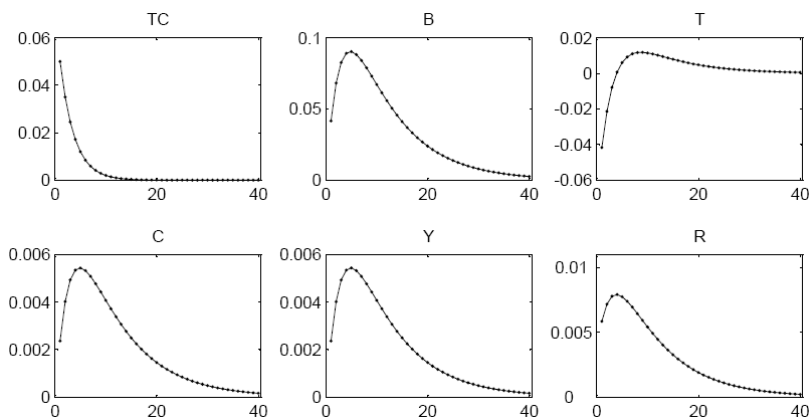
**A. Augmentation de la dépense publique (croissance prononcée de la dette)**



**B. Augmentation de la dépense publique (croissance limitée de la dette)**



### C. Baisse des prélèvements fiscaux (croissance prononcée de la dette)



*Note* : G est la dépense publique, B la dette publique, TC est un cadeau fiscal discrétionnaire et transitoire, T les recettes fiscales totales, Y le produit, C la consommation et R le taux d'intérêt réel.

La comparaison des deux graphiques révèle que l'effet prévu est effectivement observé : l'accroissement de la liquidité induit par la relance budgétaire tend à stimuler la consommation privée. Autrement dit, les effets de liquidité jouent en sens inverse des effets de richesse. Lorsque la croissance de la dette est importante, les effets de liquidité le sont aussi et dominent la réponse de la consommation agrégée (graphique A). En revanche, une croissance plus mesurée de la dette publique limite ces effets, qui restent alors dominés par les effets de richesse (graphique B). La relance par la dépense *est donc d'autant plus efficace qu'elle est financée par émission de dette publique* et que la réaction des prélèvements fiscaux est modérée. Le graphique C représente la réaction des variables macroéconomiques à une baisse d'impôt, dans le cas où celle-ci entraîne une élévation prononcée du stock de dette (TC représente un « cadeau fiscal » discrétionnaire exogène, alors que T est la valeur totale des prélèvements, c'est-à-dire leur réaction au volume de dette *moins* le cadeau fiscal). L'effet d'une telle mesure est clairement expansionniste, à l'instar de ce que l'on observe empiriquement, et contrairement à la propriété de neutralité du modèle classique

discutée plus haut (les effets de la baisse d'impôt sont moindres mais qualitativement semblables lorsqu'elle est suivie d'une croissance modérée de la dette).

Le graphique 3 est tiré d'une spécification particulièrement simple du modèle considéré, dans laquelle les chocs budgétaires sont sans effet sur le salaire d'équilibre. Dans une extension, Challe et Ragot introduisent un secteur d'entrepreneurs contraints financièrement et qui ne peuvent étendre leur niveau de production qu'en accumulant préalablement les actifs qui leur serviront à payer les coûts salariaux. Dans ce cadre, un choc budgétaire financé par de la dette favorise cette accumulation préalable, ce qui stimule la demande de travail des entrepreneurs. L'effet net sur le salaire d'équilibre peut alors être positif dès lors que les effets de liquidité sur la demande de travail dominent les effets de richesse sur l'offre de travail, ce qui se produit dès lors que l'augmentation de la dette est suffisamment prononcée. L'impact des effets de liquidité sur les variables macroéconomiques suite à un choc de dépenses publiques est résumé dans la troisième ligne du tableau 2.

**Tableau 2. Impact prévu et estimé d'une relance par la dépense publique**

	Y	N	C	I	w
Effets de richesse	+	+	-	?	-
Effets de demande agrégée	+	+	+	?	+
Effets de liquidité	+	+	+	+	+
Impact global prévu par la théorie	+	+	?	?	?
Impact estimé (approche narrative)	+	+	-	?	-
Impact estimé (approche structurelle)	+	+	+	?	+
Consensus empirique	+	+	?	?	?

*Note* : Y est le produit, N l'emploi, C la consommation privée, I l'investissement et w le salaire réel.

La comparaison entre les effets des chocs de dépense prévus par la théorie d'une part (quatrième ligne du tableau 2), et leur mesure empirique d'autre part (septième ligne), est à la fois rassurante et inquiétante. Rassurante, car là où les effets des chocs de dépenses publiques mesurés empiriquement sont sans ambiguïté (la production et l'emploi), les prédictions de la théorie économique le sont aussi et, fort heureusement, tombent d'accord avec les observations empiriques. Inquiétante, car cette comparaison révèle aussi la mesure de notre ignorance sur les implications à attendre d'une relance par la dépense sur plusieurs variables importantes (la consommation et l'investissement, mais aussi l'offre et la demande de travail et donc le salaire). La conclusion d'étape que l'on peut peut-être tirer de ce tableau est une invitation à un certain éclectisme théorique, plutôt qu'à un scepticisme généralisé sur l'ensemble des études empiriques citées au début de l'article. En effet, l'explication la plus plausible aux divergences constatées d'une étude à l'autre est que les trois types d'effets (richesse, demande et liquidité) sont effectivement à l'œuvre lors d'une expansion budgétaire ; c'est donc seulement lorsqu'ils entraînent les variables macroéconomiques dans la même direction que l'effet global sur ces variables est suffisamment prononcé pour être observé de manière robuste et incontestable dans les données. Ce n'est le cas que pour le niveau de l'activité et l'emploi à l'équilibre ; pour les autres variables, les différents effets mis en mouvement tendent à se compenser partiellement, entraînant un effet net moins prononcé et, en conséquence, une variabilité de l'effet observé selon la technique d'estimation utilisée. On peut synthétiser cet argument en reprenant l'exemple des ajustements sur le marché du travail : l'explication la plus vraisemblable à l'absence de consensus empirique sur la réaction du salaire réel est que les courbes d'offre et de demande de travail se déplacent *toutes deux* suite à un choc de dépenses publiques ; c'est peu ou prou ce que prévoit la théorie économique, dès lors qu'on prend au sérieux les trois canaux de transmission envisagés. La question de la domination relative de l'un ou de l'autre effet devient, à ce stade, essentiellement empirique ; davantage de travaux sont donc nécessaires pour déterminer l'impact net des chocs budgétaires sur les variables macroéconomiques. Il est notamment

vraisemblable que la force relative des différents effets dépende du contexte institutionnel (notamment de l'organisation des marchés du travail), ce qui n'a pas été considérée dans la littérature.

## **La politique budgétaire à court et à long terme**

En dépit de leurs différences par ailleurs assez nombreuses, l'analyse non ricardienne et l'analyse keynésienne des politiques budgétaires tombent d'accord sur un point essentiel: toutes deux concluent qu'une relance est d'autant plus efficace pour stimuler l'activité qu'elle est financée par émission de dette publique plutôt que par l'impôt. Pour les keynésiens, limiter la hausse des prélèvements suite à une relance par la dépense permet d'empêcher une baisse trop prononcée du revenu courant, qui aurait pour effet de contrarier l'effet positif de la demande publique en limitant la croissance de la demande privée. Pour les non ricardiens, l'augmentation transitoire du stock de dette publique qui est impliquée par une augmentation des dépenses est en elle-même facteur d'efficacité, parce qu'elle augmente la quantité de liquidité dans l'économie et facilite ainsi son fonctionnement lorsque les marchés d'assurance et du crédit opèrent imparfaitement. Pour les mêmes raisons, les modèles keynésiens et non ricardiens prévoient qu'une baisse des prélèvements fiscaux est efficace pour stimuler l'activité, alors que le modèle classique condamne cette mesure à la neutralité.

Reconnaître le rôle prépondérant des variations de la dette publique dans la politique budgétaire de court terme soulève néanmoins un problème de « cohérence dynamique » tout à fait typique des dilemmes de politique économique: si l'expansion du volume de dette publique est tellement souhaitable dans le cadre d'une relance *de court terme*, ne court-on pas le risque de faire croître démesurément la dette *à long terme*, au-delà de son niveau souhaitable ? Ce souci est justifié par une considération théorique simple : dès que l'on s'écarte de manière minimale des hypothèses du modèle classique élémentaire (en supposant notamment que les impôts ne sont pas forfaitaires), le volume de dette

publique perd la neutralité macroéconomique qui la caractérise sous les conditions d'équivalence ricardienne ; une dette publique moyenne trop élevée peut alors s'avérer néfaste, en raison des distorsions économiques induites par les impôts qui en financent les intérêts, voire même compromettre la solvabilité de l'État s'il existe un risque que celui-ci soit dans l'incapacité de lever les impôts correspondants (Bohn, 1991). Ce niveau de dette optimale n'est, en général, pas nul : l'une des implications de l'imperfection des marchés financiers est précisément qu'une élévation du stock de dette publique à long terme est susceptible d'améliorer le fonctionnement de l'économie en augmentant la quantité de liquidité en circulation (Woodford, 1990). Ces gains doivent être minorés par les coûts sociaux des distorsions économiques liées à la dette publique. Il en résulte que le niveau optimal de dette à long terme est celui qui équilibre au mieux les gains liés à la liquidité de la dette et les coûts des distorsions qu'elle induit.<sup>9</sup>

La tension entre le souhait de financer la relance budgétaire de court terme par émission de dette d'une part, et la nécessité de conserver un niveau limité de dette à long terme d'autre part, ne peut être résolue qu'en s'assurant que les fluctuations de la dette engendrées par la relance conjoncturelle sont de nature purement *transitoire*. En d'autres termes, l'État devrait s'engager *ex ante* à appliquer une politique fiscale qui permette le retour progressif de la dette vers une valeur-cible ou une zone-cible fixée de manière préalable (idéalement, vers sa valeur optimale), mais sans pour autant contraindre les variations de court terme de la dette autour de cette valeur ou de cette zone. Si l'on reprend l'exemple de l'évolution des ratios Excédent/PIB et Dette publique/PIB en France et aux États-Unis depuis trente ans (graphique 2), on observe que cette discipline budgétaire semble davantage avoir prévalu aux États-Unis qu'en France : alors que ces deux pays s'autorisent certes d'importantes fluctuations du déficit, la dette

---

<sup>9</sup> Ainsi, le rapport Dette publique/PIB optimal serait de 2/3 pour les États-Unis, selon une simulation de Aiyagari et McGrattan (1998).

paraît plus stable outre-Atlantique sur l'horizon considéré (bien que la convergence du ratio Dette/PIB y soit également assez lente).<sup>10</sup>

La solution institutionnelle au problème de cohérence dynamique que nous venons de décrire ne va pas de soi. Les règles budgétaires du Traité de Maastricht, par exemple, illustrent plus qu'elles ne résolvent cette difficulté. En édictant un plafond symbolique au ratio Dette/PIB que les états-membres sont censés ne pas dépasser, elles empêchent une dérive de la dette dont les distorsions engendrées par une pression fiscale excessive sont *a priori* dommageables ; mais en limitant les variations du ratio Déficit/PIB, elles courent le risque de paralyser l'exercice de la stabilisation budgétaire par émission de dette, dont on a pourtant bien vu tous les avantages.

---

<sup>10</sup> Bohn (2005) confirme sur plus longue période que l'excédent budgétaire américain s'ajuste de manière à assurer la stabilité à long terme du ratio Dette/PIB.

## Références

- Acemoglu, D. (2001), « Credit market imperfections and persistent unemployment », *European Economic Review*, 45, pp. 665-679.
- Aiyagari, S. R. and McGrattan, E. R. (1998), "The optimum quantity of debt", *Journal of Monetary Economics*, 42, pp. 447-469.
- Algan, Y., Challe, E. et Ragot, X. (2007), « Incomplete markets and the output-inflation tradeoff », PSE Working Paper 2006-45.
- Barro, R. (1989), « The Ricardian approach to budget deficits », *Journal of Economic Perspectives*, 3(2), pp. 37-54.
- Baxter, M. and King, R. G. (1993), « Fiscal policy in general equilibrium », *American Economic Review*, 83(3), 315-334.
- Biau, O., Girard, E. (2005), « Politique budgétaire et dynamique économique en France : l'approche VAR structurel », *Revue Economique*, 56(3), pp. 755-764.
- Blanchard, O., Perotti, R. (2002), « An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output », *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 949-963.
- Bohn, H. (2005), « The sustainability of fiscal policy in the United States », mimeo, Université de Californie à Santa Barbara.
- Bohn, H. (1991); « The sustainability of budget deficits with lump-sum and with income-based taxation », *Journal of Money, Credit and Banking*, 23, pp. 580-604.
- Burnside, C., Eichenbaum, M., Fisher, J.D.M. (2004), « Fiscal shocks and their consequences », *Journal of Economic Theory*, 115, pp. 89-117.
- Carroll, C.D. (1992), « The buffer-stock theory of saving: some macroeconomic evidence », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 61-156.
- Challe, E., Ragot, X. (2007), « The dynamic effects of fiscal shocks in a liquidity-constrained economy », mimeo.
- Fatas, A. et Mihov, I. (2003), « The effects of fiscal policy on consumption and employment : Theory and evidence », mimeo, INSEAD.
- Gali, J., Lopez-Salidoz, J.D., Valles J. (2007), « Understanding the effects of government spending on consumption », *Journal of the European Economic Association*, 5(1), pp. 227-270.
- Girouard, N., André, C. (2005), « Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries », OECD Economic Department Working Paper no 434.



- Jappelli, T., Pagano, M. (1994), « Saving, growth, and liquidity constraints », *Quarterly Journal of Economics* 109(1), pp. 83-109.
- Kiyotaki, N. and Moore, J. (1997), « Credit cycles », *Journal of Political Economy*, 105(2), pp. 211-248.
- Ramey, V.A. (2007), « Identifying government spending shocks: It's all in the timing », Working Paper.
- Ramey, V.A., Shapiro, M.D. (1997), « Costly capital reallocations and the effects of government spending », *Carnegie Rochester Conference on Public Policy*, 48, pp. 145-194.
- Romer, C.D., Romer, D. (2007), « A narrative analysis of post-war tax changes », miméo, Berkeley.
- Woodford, M. (1990), « Public debt as private liquidity », *American Economic Review*, 80, pp. 382-388.