



Tendances à long terme

Relance budgétaire coordonnée : la prochaine inflexion de politique économique ?

ANNE-CHARLOTTE PARET, *Stratégie et Recherche Économique*

La politique budgétaire comme instrument de politique économique n'a pas toujours eu le vent en poupe. On lui reproche notamment d'exiger des marges de manœuvre budgétaires importantes et de manquer de réactivité (parce que sa mise en œuvre prend du temps et qu'elle porte ses fruits avec un certain retard). Néanmoins, portée notamment par le FMI, la notion de relance budgétaire revient au goût du jour sous le nom de « politique budgétaire coordonnée ».

Les politiques monétaires accommodantes des grandes banques centrales commencent à s'essouffler et la reprise économique manque pourtant toujours de vigueur. Dans cette constellation, l'instrument budgétaire, mis de côté depuis la crise de la zone euro (à l'origine de programmes de consolidation budgétaire importants), apparaît de nouveau comme une solution potentielle. **Or, dans l'environnement actuel, une relance budgétaire mise en place simultanément dans plusieurs pays serait à l'origine d'une surprise positive sur la croissance, avec des effets plus importants qu'en temps normal.** En effet, les multiplicateurs budgétaires, qui permettent de quantifier l'impact d'une telle relance sur la croissance, ont des raisons d'être plus élevés dans le contexte actuel¹. D'une part, les grandes banques centrales ont érigé un environnement de taux d'intérêt durablement bas (même si les anticipations commencent à évoluer côté américain). L'effet d'éviction de l'investissement par la hausse des taux d'intérêt qui est habituellement anticipée suite à la mise en place d'une relance budgétaire serait donc amoindri – voire absent – aujourd'hui. D'autre part, les multiplicateurs budgétaires sont également fonction de la structure de la relance budgétaire : des hausses de dépenses sont susceptibles de stimuler la croissance davantage que des baisses d'impôts (qui peuvent plus facilement être absorbées par les entreprises ou les ménages), surtout s'il s'agit de dépenses d'infrastructure ou ciblant les ménages à faibles revenus. Si l'on considère que le *quantitative easing* a bien fait en sorte de décongestionner l'offre de crédit aux entreprises, alors un stimulus budgétaire par l'impôt ciblant les entreprises est moins susceptible d'être absorbé par les entreprises à d'autres fins que l'investissement. Enfin, alors qu'une telle relance présente individuellement l'inconvénient d'être évincée par les importations (pour les économies relativement ouvertes), l'avantage d'une stratégie coordonnée serait pour les pays de profiter mutuellement des stimulus implémentés à l'étranger, créant ainsi un cercle vertueux. D'où la maxime du FMI : « *The Whole Can Be Greater Than the Sum of its Parts* » (i.e. « le tout peut être plus grand que la somme de ses parties »).

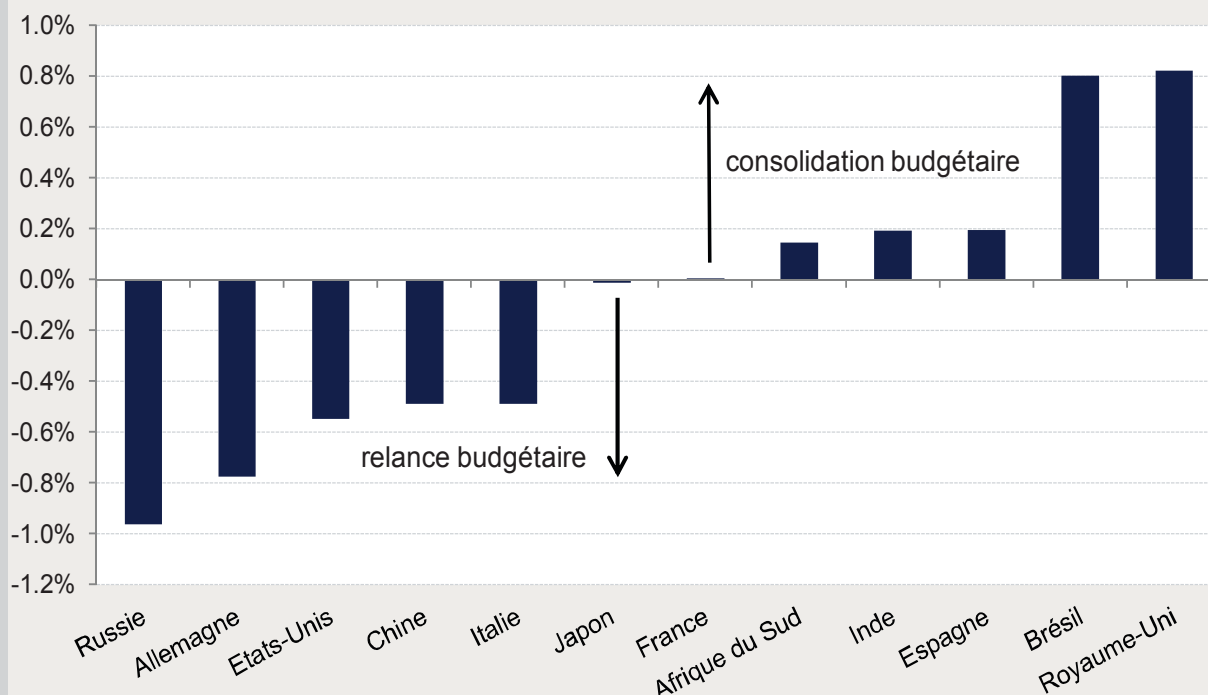
Ceci dit, **une telle action est-elle probable dans les deux ans à venir ?** Du côté des pays développés, le **Japon** implémente déjà des mesures de relance et pourrait accélérer le rythme en cas de choc externe ou si la croissance peine à repartir (en particulier, la hausse de TVA a été de nouveau repoussée et un nouveau plan de relance budgétaire a été annoncé début août). Aux **États-Unis**, la situation est incertaine car, même si le programme de Donald Trump repose sur une baisse d'impôts massive, ses propositions seront entamées par le Congrès et la chambre des représentants. En effet, même avec une majorité républicaine, une opposition contre des déficits trop importants devrait se dessiner. L'effet de la politique budgétaire dépendra donc in fine : i) du choix de la mise en place de dépenses d'infrastructure et de la nature des baisses d'impôts finalement votées (celles portant sur les ménages aisés ayant un moindre effet sur la consommation); ii) de la nature et de l'ampleur des baisses de dépenses qui seront destinées à financer l'allègement de charges fiscales. Si l'économie ralentit significativement, une relance budgétaire plus franche serait nécessaire, notamment parce que les stabilisateurs automatiques sont relativement faibles aux États-Unis (contribuant moins qu'en Europe à lisser les fluctuations de l'activité). Du côté de la **zone euro**, la probabilité d'une expansion budgétaire semble moindre. Même si les mesures d'austérité font désormais partie du passé avec une Commission européenne désormais plus clémente quant aux recommandations budgétaires² à suivre, les ratios de dettes restent élevés, laissant peu de marge de manœuvre budgétaire. Et ce d'autant que les facteurs cycliques, alors que l'*output gap* se referme graduellement, devraient bientôt cesser de contribuer à la réduction des déficits publics. De plus, après le plan Juncker et l'impulsion budgétaire offerte par l'Allemagne (en réponse à l'afflux d'immigrés notamment), il n'est pas dit que l'Europe soit prête à proposer un nouveau plan budgétaire d'ampleur. Du côté des BRICS, les chances d'assister à une relance budgétaire sont également hétérogènes. Au **Brésil**, des mesures de consolidation budgétaire sont mises en place pour faire face à la hausse préoccupante de la dette publique (en particulier, un plafonnement des dépenses pourrait être voté au Parlement d'ici la fin de l'année). En **Afrique du Sud**, la politique budgétaire est contrainte par un ratio de dette orienté à la hausse depuis plusieurs années. La **Russie** a également vu sa dette publique augmenter de manière préoccupante (en lien avec la baisse des prix du pétrole en 2014-2015), laissant peu de marges de manœuvre en termes budgétaires. En **Inde**, la croissance relativement robuste et la cible de déficit ambitieuse (3 % du PIB pour 2018, contre 7 % en 2015) ne laissent pas présager non plus d'un stimulus budgétaire à venir. En revanche, en **Chine**, dont l'économie est en transition vers une croissance plus soutenable, la politique budgétaire apporte du soutien à la demande domestique. Une telle orientation est amenée à se poursuivre pour éviter un ralentissement trop marqué de la croissance (autour de 6,5 % en 2017,

¹ Pour plus de détails sur les déterminants des multiplicateurs budgétaires, cf. « *Fiscal Multipliers: Size, Determinants and Use in Macroeconomic Projections* », FMI, Septembre 2014.

² Le Portugal et l'Espagne ont échappé en août dernier aux sanctions auxquelles ils se sont exposés du fait de leur dérapage budgétaire.

contre 6,7 % anticipé pour 2016), avec des impacts potentiellement non négligeables sur ses partenaires commerciaux (par rapport à une situation sans intervention du gouvernement). La mise en place simultanée de politiques budgétaires expansionnistes au niveau international pourrait bien porter ses fruits au-delà des anticipations habituelles dans le contexte actuel (du fait des taux durablement bas et parce que les externalités positives se renforceraient les unes les autres dans le cas d'une mise en place coordonnée). De surcroît, leur financement serait facilité par les politiques monétaires accommodantes des banques centrales (en particulier BoJ et BCE) qui assurent un débouché immédiat aux émissions de dette souveraine. Néanmoins, une telle coordination dépendrait à la fois de la levée d'incertitudes politiques (évolution des compromis bipartisans au Congrès américain et résultats des élections à venir en Europe, émergence d'un consensus politique en faveur d'une telle relance en zone euro) et des perspectives de croissance à venir. L'émergence d'une telle situation serait en effet plus probable dans le cas d'un choc négatif significatif. **Une telle relance, si elle avait l'effet escompté sur la croissance, pourrait bénéficier à la dynamique de la dette des pays via un calibrage « croissance dynamique – faibles taux d'intérêt » particulièrement avantageux.** Ce serait le cas dans les pays où les taux d'intérêt sont exceptionnellement bas, en particulier pour ceux qui bénéficient d'une réputation de « safe haven » (États-Unis, pays cœur européens et Japon), qui protège encore davantage les taux souverains d'une hausse potentielle. Enfin, justement pour ces pays, les pressions inflationnistes qui constituent de coutume la contrepartie d'un stimulus budgétaire seraient — pour une fois — plutôt bienvenues.

Ajustement structurel 2016 (estimations du FMI)



Note: L'ajustement structurel est la variation de solde structurel d'une année sur l'autre (exprimée en points de PIB potentiel). Il correspond à la réduction du déficit public qui n'est imputable ni au cycle économique ni à des mesures exceptionnelles en dépenses ou en recettes. Les estimations de solde structurel peuvent différer, en particulier du fait de différences d'estimation de l'output gap et des mesures exceptionnelles.

Source: Perspectives de l'économie mondiale du FMI (Octobre 2016), Recherche Amundi

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

**Retrouvez l'ensemble
de notre expertise sur le site :**

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate

High Yield

Contributeurs

AMELI-RENANI ABBAS, *Stratégie Dette émergente – Londres*

AINOUZ VALENTINE, *Stratégie Crédit – Paris*

BERTONCINI SERGIO, *Stratégie Crédit – Milan*

DE BRAY YASMINE, *Analyse Financière – Paris*

BUTLER RICHARD, *Analyse Crédit – Paris*

BOROWSKI DIDIER, *Recherche Économique – Paris*

DRUT BASTIEN, *Stratégie Change et Taux – Paris*

FORTES ROBERTA, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

GEORGES DELPHINE, *Stratégie Multi-Asset – Paris*

HERVÉ KARINE, *Recherche Économique – Paris*

ITHURBIDE PHILIPPE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

JI MO, *Recherche Économique – Hong Kong*

LAPEYRE THOMAS, *Analyse Financière – Paris*

LETORT VALÉRIE, *Stratégie Change et Taux – Paris*

MARTIN EMMANUEL, *Analyse Financière – Paris*

MIJOT ÉRIC, *Stratégie Actions – Paris*

PARET ANNE-CHARLOTTE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

PERRIER TRISTAN, *Recherche Économique – Paris*

WANE IBRA, *Stratégie Actions – Paris*

YOSHINO AKIO, *Recherche Économique – Tokyo*

Rédacteur en chef

ITHURBIDE PHILIPPE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI DIDIER, *Recherche Économique – Paris*

BUTLER RICHARD, *Analyse Crédit – Paris*

MIJOT ÉRIC, *Stratégie Actions – Paris*

JI MO, *Recherche Économique – Hong Kong*

TAILLEPIED STÉPHANE, *Analyse Financière – Paris*

Conception et support

BERGER PIA, *Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

PONCET BENOIT, *Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué

Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 596262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock by Getty Images

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier