



IV/ Effets macroéconomiques des politiques fiscales : Keynes, le retour

*François Geerolf et Thomas Grjebine**

Alors que les réformes fiscales constituent un élément central des politiques publiques, leurs conséquences macroéconomiques font toujours l'objet d'intenses controverses. Pourtant, il est tout à fait essentiel d'en connaître avec précision les effets sur les ménages et sur l'activité des entreprises pour la bonne gestion macroéconomique, ou pour utiliser au mieux la politique fiscale à l'occasion des crises. Par exemple, savoir s'il faut relancer la consommation, ou s'il vaut mieux accorder des baisses de charges afin de relancer l'investissement et les embauches sont des questions qui ne cessent d'être débattues, comme en témoignent les interrogations récentes autour des réformes du CICE, de l'ISF ou de la taxe d'habitation en France. En outre, les erreurs qui peuvent être commises en matière de politique fiscale, faute de bien en apprécier les effets, ont des conséquences lourdes et qui peuvent être durables. C'est ainsi que le Fonds monétaire international a reconnu après la crise des dettes souveraines avoir sous-estimé l'impact des politiques de hausses des impôts sur l'activité économique, ce qui a contribué à plonger plusieurs économies européennes dans la récession.

Comment en est-on arrivé à de telles erreurs d'appréciation ? C'est que, dans les années 1970, à la faveur de la stagflation, la remise en cause par les théoriciens néoclassiques des mécanismes

* François Geerolf est professeur assistant à l'université de Californie, Los Angeles (UCLA). Thomas Grjebine est économiste au CEPII.

keynésiens a conduit au développement de modèles macro-économiques dans lesquels, quasiment par hypothèse, les hausses d'impôts ne peuvent avoir d'effets récessifs. Dès lors, leur évaluation a été pour un temps écartée. Pourtant, des travaux empiriques dès les années 1980 et plus encore ces dernières années n'ont cessé de venir battre en brèche cette hypothèse : non seulement la fiscalité a bien un effet sur l'activité, mais le multiplicateur fiscal, c'est-à-dire le rapport entre l'augmentation du PIB et les baisses d'impôts, peut être très élevé. Ces résultats plaident en faveur d'une refondation des modèles macro-économiques afin que les hypothèses sur lesquelles ils s'appuient soient plus en phase avec les apports des travaux empiriques, qu'ils soient micro- ou macroéconomiques.

Le coût de l'oubli des mécanismes keynésiens

La sous-estimation des multiplicateurs n'est pas une spécificité de la période récente. Elle fait écho aux nombreux débats qui avaient suivi les politiques économiques menées après la crise de 1929. Le président américain Herbert Hoover est en particulier resté célèbre pour avoir fortement augmenté les impôts en 1932 (de 2 points de PIB, soit l'une des plus fortes hausses de l'histoire américaine), afin de compenser la baisse des recettes fiscales occasionnée par la récession et rétablir la crédibilité du gouvernement et de la monnaie américaine. C'était négliger les effets que la fiscalité peut avoir sur l'activité, effets qui se sont avérés très négatifs empêchant ainsi de rétablir la confiance.

Mais, à la décharge de l'administration Hoover, la théorie développée par l'économiste britannique John Maynard Keynes n'avait pas encore été largement diffusée. S'appuyant sur l'hypothèse d'une demande agrégée insuffisante, cette théorie aurait permis de comprendre pourquoi de telles politiques d'austérité ne pouvaient se traduire que par des effets négatifs sur l'activité. L'idée de multiplicateur (fiscal lorsqu'il s'agit d'une baisse des impôts, budgétaire pour une hausse des dépenses publiques) est au cœur de cette théorie : une baisse d'impôt peut ainsi entraîner une augmentation du PIB plus importante que la demande supplémentaire induite directement, par l'intermédiaire de mécanismes reposant sur le revenu disponible des agents et leur propension marginale à consommer. Dans un tel cercle vertueux, une baisse d'impôts, parce qu'elle engendre une hausse

du revenu disponible, conduit à une hausse de la consommation qui va elle-même engendrer des revenus supplémentaires pour les vendeurs, et donc des embauches, de l'investissement, des rentrées fiscales supplémentaires, et ainsi de suite. Le niveau de l'activité n'est alors pas limité par des contraintes pesant sur l'offre, mais par une demande insuffisante. La baisse d'impôts aura un impact d'autant plus important que les ménages consomment une part importante de leurs revenus. Si le multiplicateur est suffisamment élevé (supérieur à 2 si le taux de prélèvements obligatoires est de 50 % du PIB, supérieur à 3 si le taux est de 33 % du PIB), les baisses d'impôts peuvent même être autofinancées ; à l'inverse, les hausses d'impôts peuvent paradoxalement conduire à une augmentation de la dette (comme on l'a vu dans le cas grec). Notons que si Keynes ne parle pas explicitement de multiplicateur fiscal dans la *Théorie générale* [1936] et illustre le mécanisme du multiplicateur à partir des effets d'une politique de travaux publics sur l'activité, il considère la politique fiscale comme l'un des principaux vecteurs pour agir sur la propension marginale à consommer. Si, d'un point de vue keynésien, une augmentation des dépenses publiques devrait avoir un effet plus important sur le PIB que des baisses d'impôts — car lorsque la dépense publique augmente d'un euro, la demande globale s'accroît d'autant alors que pour une baisse d'impôts les ménages ne dépensent qu'une fraction de leurs revenus —, les études empiriques montrent au contraire qu'une baisse d'impôts a un effet plus important qu'une augmentation de la dépense publique [Alesina et Perotti, 2010].

À la différence de l'administration Hoover, les gouvernements qui ont, à la suite de la crise des dettes souveraines en Europe, décidé de mener des politiques de hausse des impôts disposaient de la connaissance des mécanismes keynésiens. Mais, comme le FMI l'a reconnu en 2012, les multiplicateurs fiscaux se sont avérés très supérieurs à ce qui avait été supposé lorsque les plans d'austérité ont été mis en place à partir de 2010. Alors que le FMI considérait que le multiplicateur était de l'ordre de 0,5 — c'est-à-dire qu'une hausse d'un point de PIB des prélèvements obligatoires n'entraînait qu'une baisse de 0,5 % du PIB —, le Fonds a admis que le multiplicateur était en réalité jusqu'à trois fois supérieur [Blanchard et Leigh, 2012], ce qui explique que les plans d'austérité aient eu des conséquences beaucoup plus négatives que ce qui avait été anticipé. En Grèce, ces conséquences ont été dramatiques. Les organisations internationales, l'OCDE ou le

FMI, ont défendu à plusieurs reprises à partir de 2010 la nécessité de fortes hausses d'impôts afin de rétablir les finances publiques et renforcer l'économie grecque grâce à un surplus de confiance de la part des investisseurs. Sur la période 2010-2012, les hausses d'impôts cumulées ont ainsi représenté près de 13 % du PIB. Alors que le Fonds anticipait que les efforts exigés conduiraient à une baisse du PIB réel de 5,5 % entre 2010 et 2012, le PIB s'est en réalité effondré de 17 %, et le chômage a atteint 25 % au lieu des 15 % prévus [Wyplosz et Sgherri, 2016].

En France, les effets négatifs sur la croissance de la politique de consolidation budgétaire menée en 2011-2013 ont également été minimisés. Cette politique a consisté à augmenter fortement les prélèvements obligatoires, tant sur les ménages que sur les entreprises. Entre 2011 et 2013, le taux de prélèvements obligatoires a ainsi augmenté de 2 points de PIB, dont une hausse de plus de 32 milliards d'euros pour les ménages. Cette stratégie française et européenne reposait implicitement sur l'hypothèse d'un multiplicateur faible, de l'ordre de 0,5, qui devait permettre à la France de respecter l'engagement d'un retour à l'équilibre des finances publiques en 2017 sans pénaliser la reprise de l'activité — la loi de finances pour 2013 prévoyait par exemple une croissance annuelle de 2 % à partir de 2014 alors qu'elle a été deux fois plus faible. La simultanéité des politiques d'austérité dans plusieurs pays européens a eu tendance à amplifier cet impact récessif : la demande extérieure n'a pas pu prendre le relais d'une demande intérieure déprimée.

La victoire des théories néoclassiques

Comment expliquer la sous-estimation des multiplicateurs pendant la crise des dettes souveraines ? Alors que les politiques économiques étaient fortement inspirées par le keynésianisme au sortir de la Seconde Guerre mondiale, à partir de la fin des années 1970 les politiques keynésiennes ont été remises en cause à la fois sur le plan académique et sur le plan politique. Il faut dire que la stagflation — croissance faible accompagnée d'une forte inflation —, qui s'est installée dans la plupart des pays avancés en dépit de politiques de relance (par exemple, la relance du gouvernement Chirac en 1975), a laissé penser que les mécanismes keynésiens n'étaient plus valables. L'occasion pour ceux qui, dans le monde académique, pensaient que les modèles keynésiens

péchaient par insuffisance de fondements microéconomiques, c'est-à-dire qu'ils étaient insuffisamment fondés sur le comportement des agents, de déployer leur arsenal d'ingénierie économique. À partir de là, les ménages ont été supposés consommer non plus en fonction de leur revenu disponible, mais de leur revenu permanent — c'est-à-dire de l'estimation de leur revenu à long terme qui intègre les revenus passés, présents et à venir — et ne plus être dupes des effets de la fiscalité. Toute baisse d'impôts sans baisse équivalente des dépenses publiques ne pouvait avoir d'effet sur l'activité car les ménages allaient anticiper une hausse future des impôts pour rembourser la dette publique et choisir alors d'épargner plutôt que de consommer ces ressources supplémentaires. La fameuse équivalence ricardienne, dont Robert Barro [1974] fut l'un des plus fervents défenseurs, alors même que David Ricardo [1820], après avoir formulé l'hypothèse qui porte aujourd'hui son nom, s'était empressé de la balayer comme une curiosité théorique. Quoi qu'il en soit, dans ce cadre l'effet sur la demande des politiques fiscales disparaît. Seul subsiste un effet d'offre qui transite par des mécanismes d'incitation : incitation à travailler davantage, à investir ou à embaucher par exemple à la suite d'une baisse des impôts.

Alors qu'en 1979 Robert Lucas et Thomas Sargent n'hésitaient pas à titrer « Après l'économie keynésienne », les travaux empiriques sur ces hypothèses théoriques de revenu permanent, d'équivalence ricardienne ou d'effets d'offre parvinrent pourtant très rapidement à des résultats pour le moins mitigés. C'est ainsi que Campbell et Deaton [1989] montrent que la théorie du revenu permanent proposée par Milton Friedman est rejetée sans ambiguïté par les données. C'est aussi ce à quoi aboutit l'économiste Jonathan Parker [1999] en montrant que la consommation augmente à l'instant où les baisses d'impôts, pourtant anticipées, ont lieu, alors que la théorie du revenu permanent prévoit que les agents qui anticipent une baisse d'impôts ne vont pas consommer au moment où cette baisse se produit, mais épargner pour que leur consommation soit stable dans le temps. Poterba et Summers [1987] montrent, quant à eux, que la baisse d'impôts massive menée par Ronald Reagan dans les années 1980, qui avait été présentée comme une politique d'offre devant agir sur les incitations des agents, avait plutôt eu des effets keynésiens avec une baisse importante de l'épargne privée et une détérioration du déficit commercial. De quoi

remettre en cause l'idée, chère à Robert Barro, d'équivalence ricardienne, tout comme l'ont d'ailleurs confirmé de nombreux travaux empiriques : comme le souligne Angus Deaton [1992], la théorie de l'équivalence ricardienne requiert davantage de capacités d'anticipation de la part des agents que la théorie du revenu permanent ; dès lors, les études qui réfutent cette dernière réfutent *a fortiori* la première.

En dépit de leurs remises en cause empiriques, les modèles macroéconomiques microfondés (modèles des cycles réels auxquels les modèles d'équilibre général stochastique dynamique (DSGE) dits « nouveaux keynésiens » ont succédé), utilisés pour l'évaluation *ex ante* des politiques publiques, se sont développés au point de devenir l'alpha et l'oméga des travaux macroéconomiques, favorisés en cela par la politique des grandes revues qui ont valorisé les publications fondées sur ces modèles au détriment des études empiriques. Le fait que les hypothèses théoriques de ces modèles étaient systématiquement rejetées par les travaux empiriques n'est sans doute pas étranger à cette évolution. Thomas Sargent confessait ainsi en 2005 : « Je me souviens que Bob Lucas et Ed Prescott me disaient tous deux que ces tests [économétriques] rejetaient trop de bons modèles. »

Paradoxalement, alors que la nécessité de fondements microéconomiques aux modèles macroéconomiques avait constitué l'un des arguments pour abandonner les modèles keynésiens, il est rapidement apparu que les résultats des travaux microéconomiques n'étaient pas compatibles avec la logique macroéconomique de ces modèles. C'est ainsi que les élasticités (rapport entre les variations de deux phénomènes économiques) sur lesquelles ils s'appuient ne sont pas celles estimées précisément par des études microéconométriques, leur valeur étant trop faible pour rendre compte des mécanismes théoriques sous-jacents à ces modèles. Dès lors pour conserver ces hypothèses théoriques, les élasticités sont « calibrées ». Un exemple pour faire comprendre le principe. Ces modèles supposent que l'investissement dépend fortement du coût du capital. Or les études microéconomiques peinent à trouver le moindre effet du coût du capital sur l'investissement, ce qui est bien connu depuis les premières études utilisant des données d'entreprises dans les années 1980, rassemblées dans la revue de littérature de Ricardo Caballero [1999]. Certaines études récentes, plus rigoureuses, tendent même à montrer que cette élasticité est exactement égale à zéro :

la plus emblématique étant certainement celle de Danny Yagan [2015] sur la réforme de la fiscalité du capital menée aux États-Unis en 2003. Mais, comme dans ces modèles, les variations du coût du capital doivent expliquer celles de l'investissement, l'élasticité au coût du capital a été calibrée à 1 (une augmentation du coût du capital de 1 % amène une baisse du stock de capital d'autant), une valeur très forte au regard des résultats microéconomiques. Comme l'a souligné Olivier Blanchard, la calibration est une façon d'ignorer le fait que la réalité ne colle pas au modèle et de faire comme si c'était le cas. Ainsi, de manière assez ironique, les élasticités macroéconomiques calibrées sont déconnectées des élasticités microéconomiques dans les modèles macroéconomiques microfondés !

Mais, si les modèles macroéconomiques, de par leurs hypothèses, ne sont pas à même d'évaluer correctement les effets des politiques fiscales, les études microéconomiques ne le pourraient-elles pas ? Certes, il est possible d'utiliser cette approche pour connaître l'effet d'un choc fiscal sur la consommation par exemple, en comparant la consommation d'un groupe d'individus qui bénéficie de la mesure fiscale (groupe de traitement) avec celle d'un groupe d'individus qui n'en bénéficie pas (groupe de contrôle), mais qui est par ailleurs « en tout point » similaire au groupe d'individus « traités ». Toutefois l'effet relatif ainsi estimé ne permet pas d'appréhender les effets multiplicateurs, qui ne peuvent l'être qu'en mesurant l'augmentation de la consommation totale liée au choc fiscal et non son augmentation relative.

Les mécanismes keynésiens réhabilités par la macroéconomie empirique

L'évaluation des effets des politiques fiscales au niveau agrégé peut se faire, en revanche, en recourant à des approches macro-économétriques, une fois dépassées deux difficultés. La première consiste à isoler ce qui, dans la variation des recettes fiscales, provient de la politique fiscale, de ce qui est lié à une variation de la base fiscale du fait des évolutions de l'activité économique. Par exemple, la base fiscale de l'impôt sur le revenu varie automatiquement avec l'activité. C'est ce que l'on appelle les stabilisateurs automatiques. La seconde, nécessite d'isoler ce qui dans les évolutions observées de l'activité provient exclusivement

de la politique fiscale car les liens entre activité économique et politique fiscale jouent dans les deux sens : la politique fiscale a une influence sur l'activité économique, c'est ce que l'on cherche à mesurer, mais les décisions de mesures fiscales peuvent aussi avoir été prises en fonction de l'activité, en augmentant les impôts pour contrecarrer la baisse des recettes fiscales en période de récession par exemple. Il s'agit alors de distinguer, dans la baisse d'activité observée à la suite de la mesure prise, ce qui provient de la situation initiale déjà dégradée et ce qui relève de la politique fiscale elle-même.

Pour dépasser ces difficultés, une approche dite narrative a été développée. Elle consiste, en utilisant différents documents d'archives — débats parlementaires, rapports d'organisations internationales, articles de journaux, etc. — à identifier les motivations des politiques fiscales et à ne retenir que les mesures « exogènes », celles prises indépendamment du contexte économique. En procédant de la sorte, plusieurs études, celle de Romer et Romer [2010] sur les États-Unis, de Cloyne [2013] sur le Royaume-Uni, de Hayo et Uhl [2014] sur l'Allemagne ou celle de Geerolf et Grjebine [2018] sur les trente-cinq pays de l'OCDE, parviennent à des multiplicateurs fiscaux de l'ordre de 2,5-3 : à la suite d'une baisse d'impôts d'un point de pourcentage du PIB, au bout de trois ans, le PIB augmente de 2,5 % à 3 %. Le multiplicateur fiscal existe donc bien et il est plus élevé qu'on le pensait jusque-là.

En outre, l'étude de Geerolf et Grjebine [2018], parce qu'elle évalue les effets des variations de la taxe foncière, permet d'identifier précisément les canaux de transmission d'un choc fiscal sur l'activité. Dans la mesure où la taxe foncière est réputée, depuis Adam Smith, David Ricardo et Henry George, n'avoir pas d'effets sur les comportements et les incitations des agents économiques (les effets d'offre), en particulier les incitations des ménages à travailler, ou celles des entreprises à investir, ses effets sur l'activité économique (hors construction) ne peuvent passer que par la demande agrégée. Dès lors, le résultat d'un multiplicateur fiscal de 3 est sans ambiguïté lié à une variation du revenu disponible et donc à un effet keynésien de demande agrégée.

Cet effet sur l'activité provient tout d'abord d'un impact très élevé sur la consommation (3,5 % au bout de trois ans) consécutif à la hausse directe du revenu disponible d'agents ayant une propension à consommer relativement forte : cette

taxe touche globalement les classes moyennes car elle est payée par les propriétaires, soit en moyenne plus de 50 % des ménages. Cependant, cet effet direct n'explique pas tout : la consommation ne représentant qu'environ 60 % du PIB, l'effet direct sur le PIB est au plus de 1,7 % ($1\%/0,6 = 1,7\%$). Des effets multiplicateurs sont donc à l'œuvre : la hausse initiale de la consommation entraîne celle de la demande globale, qui se traduit par des embauches et donc à nouveau par une hausse de la consommation. Ces résultats permettent de rejeter sans ambiguïté la théorie de l'« équivalence ricardienne » selon laquelle une taxe non distorsive et sans effet d'incitation devrait n'avoir aucun effet sur la consommation.

Ensuite, la baisse de la taxe foncière se traduit par une hausse de l'investissement non résidentiel particulièrement élevée (près de 11 % au bout de trois ans), un résultat quasiment identique à celui trouvé par Romer et Romer [2010] pour les États-Unis. Cette forte réponse de l'investissement ne peut s'expliquer dans le cadre néoclassique traditionnel. Dans celui-ci, une baisse de la taxe devrait augmenter le niveau de la dette publique, aboutissant à une hausse du taux d'intérêt, du coût du capital, et par là même à une contraction de l'investissement et non à sa hausse. Cet effet positif se comprend en revanche très bien dans un cadre d'analyse keynésien où l'investissement dépend directement de la demande adressée aux entreprises, *via* un effet d'accélérateur (le terme provient du fait que la variation de l'investissement dépend de l'accélération de la demande adressée aux entreprises).

Enfin, la baisse de la taxe se traduit par une détérioration du solde commercial du fait d'un accroissement presque immédiat des importations (10 % au bout d'un an) et d'une baisse des exportations à plus long terme (6 % à l'horizon de trois ans). Cet effet sur le solde extérieur d'une politique de relance est connu sous le nom de « déficits jumeaux » : dans une économie ouverte, une partie de la demande additionnelle créée par une relance fiscale est adressée à l'extérieur et se traduit par une dégradation de la compétitivité. C'est ce à quoi la relance de François Mitterrand en 1981 avait conduit et qui avait nécessité de dévaluer le franc à trois reprises pour rétablir la compétitivité. Une partie des gains de pouvoir d'achat s'était en effet reportée sur l'achat d'automobiles allemandes et japonaises. De même, les baisses d'impôts de Ronald Reagan en 1981 avaient creusé le déficit commercial, ce qui l'avait conduit à demander des restrictions « volontaires » d'exportations

au Japon et une intervention concertée pour déprécier le dollar lors des accords du Plaza en 1985. C'est peut-être aussi de la sorte qu'il faut interpréter les politiques de fortes baisses d'impôts accompagnées de mesures protectionnistes de Donald Trump : pour éviter que les mesures de relance ne donnent lieu à une demande adressée à l'extérieur trop importante, celle-ci est limitée par la mise en place de protections aux frontières.

Ce danger des politiques de relance avait été anticipé par Keynes lui-même, qui prenait le problème du déficit commercial très au sérieux. Il déclarait ainsi : « Une politique d'expansion, bien que désirable, ne peut être appliquée aujourd'hui sans risque, si elle ne s'accompagne pas d'autres mesures qui en neutralisent les dangers. Permettez-moi de vous rappeler en quoi consistent ces dangers. Ils consistent à alourdir d'un nouveau fardeau notre balance commerciale, d'un nouveau fardeau notre budget et à porter atteinte à la confiance. » Pour neutraliser ces dangers, la principale décision qui s'imposait selon Keynes « à tout sage chancelier de l'Échiquier, quelles que soient ses idées sur le protectionnisme, [était] l'introduction d'un sérieux tarif douanier » [Keynes, 1931]. Il s'agissait selon lui d'une solution beaucoup moins coûteuse en termes d'emplois qu'une baisse des salaires, alternative défendue à l'époque pour réduire le chômage et sauver l'industrie britannique. Peu de temps auparavant, il avait souligné le danger d'« abandonner toute industrie incapable, pour le moment, de survivre » et, pour l'éviter, avait préconisé de protéger les industries automobiles, du fer et de l'acier [Keynes, 1930]. Dans le même temps, il mettait en garde contre le risque d'escalade : si, à l'échelle d'un pays, un tarif douanier peut contribuer à la réduction du chômage, une montée du protectionnisme à l'échelle mondiale conduirait à un jeu à somme négative. Reste à savoir si Keynes parviendrait à la même recommandation d'instaurer « un sérieux tarif douanier » dans le contexte actuel d'économies hypermondialisées, où les chaînes de valeur sont beaucoup plus fragmentées, et où les risques d'escalade et de guerre commerciale constituent une menace plus sérieuse pour l'économie mondiale.

Pour résumer, les résultats des études macroéconométriques soulignent le dilemme des politiques fiscales expansionnistes : si elles ont clairement des effets positifs sur l'activité à court terme (en particulier sur la consommation, l'investissement et l'emploi), elles conduisent dans le même temps à une aggravation

des déficits extérieurs, ce qui peut favoriser un processus de désindustrialisation. Ces études convergent aussi dans le sens de multiplicateurs fiscaux élevés, en tout cas supérieurs à 1. Pour autant, toutes les taxes n'ont évidemment pas le même effet : celles qui ciblent le revenu disponible des ménages dont la propension marginale à consommer est la plus élevée ont l'effet le plus fort. C'est certainement parce que la taxe foncière affecte des agents ayant une propension marginale à consommer relativement forte que le multiplicateur associé est élevé dans l'étude de Geerolf et Grjebine [2018] ; ce serait *a fortiori* le cas pour la taxe d'habitation, dont la suppression annoncée par le gouvernement français devrait être étalée jusqu'en 2020. La TVA est un autre impôt dont la baisse aboutit à une forte stimulation de la demande agrégée, comme l'a montré une étude récente de Riera-Crichton *et al.* [2016] portant sur quatorze pays de l'OCDE, dont la France : une baisse de la TVA d'un point de PIB conduit à une hausse du PIB de 3,7 % au bout d'un an. Mertens et Ravn [2013] ont montré de leur côté que l'effet d'une baisse de l'impôt sur le revenu aux États-Unis était beaucoup plus important que celui d'une baisse de l'impôt sur les sociétés : une baisse d'un point de PIB de l'impôt sur le revenu augmente le PIB par habitant de près de 2 % au bout d'un an, contre seulement 0,6 % dans le cas d'une baisse équivalente de l'impôt sur les sociétés. La baisse de l'impôt sur le revenu touchant des agents ayant en moyenne une propension à consommer plus forte que ceux qui acquittent *in fine* l'impôt sur les sociétés, à savoir les agents bénéficiant d'un patrimoine actionnarial, son impact sur la consommation est plus élevé. En outre, l'effet sur l'investissement est presque deux fois plus important lorsque la politique fiscale cible l'impôt sur le revenu plutôt que celui sur les sociétés. Ce qui illustre à nouveau que le coût du capital n'est pas un déterminant important de l'investissement qui dépend davantage de la demande. Les études empiriques aboutissent ainsi à des conclusions à rebours de la littérature théorique : la politique fiscale a des effets bien au-delà des seuls effets incitatifs.

Réconcilier les modèles macroéconomiques avec les faits empiriques

Les erreurs commises en Europe pendant la crise des dettes souveraines ont rappelé les conséquences lourdes et durables

d'une mauvaise évaluation des effets des politiques fiscales. Si les débats fiscaux peuvent paraître parfois un peu techniques et abstraits, les exemples de la Grèce et dans une moindre mesure de la France ont montré que les coûts associés à la sous-estimation des multiplicateurs sont eux bien réels, sur les plans tant humain que politique.

Cette sous-estimation n'est pas le fruit du hasard, mais le résultat de plus de trente ans de mise à l'écart des mécanismes keynésiens dans les modèles macroéconomiques dominants qui servent à l'évaluation de ces politiques *ex ante*. Dans le cadre néoclassique qui s'est imposé dans ces modèles, les chocs fiscaux ne jouent que *via* les incitations des agents et ne peuvent avoir d'effets récessifs. Pire, les hypothèses sur lesquelles s'appuient ces modèles sont rejetées à la fois par les études microéconomiques et macroéconométriques. À cet égard, le coût du capital semble importer relativement peu pour la détermination de l'investissement, tandis que la demande future compte beaucoup — c'est d'ailleurs aussi ce que déclarent les chefs d'entreprise dans les enquêtes de conjoncture. De même, les consommateurs sont loin de se comporter selon les théories du revenu permanent ou de l'équivalence « ricardienne » et prennent davantage leurs décisions en fonction de leur revenu disponible courant, sans se soucier du niveau de la dette publique.

Pour ne pas reproduire les erreurs dramatiques commises ces dernières années, il paraît donc nécessaire que les modèles qui servent à l'évaluation des politiques économiques soient refondés pour sortir de ce que Paul Krugman a qualifié de « temps sombres de la macroéconomie ». La tâche est ardue, mais déjà si les fondations « micro » des modèles « macro » étaient plus en phase avec les résultats empiriques un grand pas serait fait. En attendant cette refondation théorique, il apparaît nécessaire à court terme, comme le souligne à nouveau Paul Krugman [2018], de réhabiliter les modèles agrégés plus simples, tels que le modèle IS-LM qui a largement inspiré les décisions de politique économique prises aux États-Unis à partir de l'année 2008, et de travailler davantage sur les approches purement empiriques en macroéconomie. En espérant que la crise et les erreurs de politique économique commises à son occasion en Europe puissent servir de leçon.

Repères bibliographiques

- ALESINA A. et PEROTTI R. [2010], « Large changes in fiscal policy : taxes versus spending », *Tax Policy and the Economy*, vol. 24, n° 1, janvier, p. 35-68.
- BARRO R. [1974], « Are government bonds net wealth ? », *Journal of Political Economy*, vol. 82, n° 6, p. 1095-1117.
- BLANCHARD O. J. et LEIGH D. [2012], « Are we underestimating short-term fiscal multipliers ? », FMI, *World Economic Outlook*, octobre.
- CABALLERO R. J. [1999], « Chapter 12, Aggregate investment », in TAYLOR J. B. et WOODFORD M. (dir.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, Elsevier, North-Holland, p. 813-862.
- CAMPBELL J. et DEATON A. [1989], « Why is consumption so smooth ? », *The Review of Economic Studies*, vol. 56, n° 3, juillet, p. 357-373.
- CLOYNE J. [2013], « Discretionary tax changes and the macroeconomy : new narrative evidence from the United Kingdom », *American Economic Review*, vol. 103, n° 4, juin, p. 1507-1528.
- DEATON A. [1992], *Understanding Consumption*, Oxford University Press, New York.
- GEEROLF F. et GRJEBINE T. [2018], « Augmenter ou réduire les impôts : quels effets sur l'économie ? L'exemple de la taxe foncière », *La Lettre du CEPII*, n° 386, mars.
- HAYO B. et UHL M. [2014], « The macroeconomic effects of legislated tax changes in Germany », *Oxford Economic Papers*, vol. 66, n° 2, p. 397-418.
- KEYNES J. M. [1930], « Note à l'Economic Advisory Council », octobre.
- [1931], « Propositions en vue de l'établissement d'un nouveau tarif douanier », *The New Statesman and Nation*, 7 mars.
- [1936], *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris, 1942.
- KRUGMAN P. [2018], « Good enough for government work ? Macroeconomics since the crisis », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 34, n° 1-2, p. 156-168.
- LUCAS R. E. et SARGENT T. J. [1979], « After Keynesian macroeconomics », *Federal Reserve Bank Minneapolis Quarterly Review*, numéro spécial.
- MERTENS K. et RAVN M. [2013], « The dynamic effects of personal and corporate income tax changes in the United States », *American Economic Review*, vol. 103, n° 4, juin, p. 1212-1247.
- PARKER J. A. [1999], « The reaction of household consumption to predictable changes in social security taxes », *American Economic Review*, vol. 89, n° 4, septembre, p. 959-973.
- POTERBA J. et SUMMERS L. [1987], « Finite lifetimes and the effects of budget deficits on national saving », *Journal of Monetary Economics*, vol. 20, n° 2, septembre, p. 369-391.
- RIERA-CRITCHTON D., VEGH C. et VULETIN G. [2016], « Tax multipliers : pitfalls in measurement and identification », *Journal of Monetary Economics*, vol. 79, p. 30-48.
- RICARDO D. [1820], *Le Système de consolidation*, Encyclopædia Britannica.
- ROMER C. D. et ROMER D. H. [2010], « The macroeconomic effects of tax changes : estimates based on a new measure of fiscal shocks », *American Economic Review*, vol. 100, n° 3, juin, p. 763-801.
- WYPLOSZ C. et SGHERRI S. [2016], *The IMF's Role in Greece in the Context of the 2010 Stand-By Arrangement*, Independent Evaluation Office of the IMF, FMI.
- YAGAN D. [2015], « Capital tax reform and the real economy : the effects of the 2003 dividend tax cut », *American Economic Review*, vol. 105, n° 12, décembre, p. 3531-3563.

