

Working Paper 11

Politique conjoncturelle de la Confédération

Pierre-Alain Bruchez, Carsten Colombier, Alain Geier, Barbara Schläffer et Alfred Rey

Les travaux du groupe des économistes de l’AFF ne reflètent pas nécessairement les positions officielles de l’office, du département ou du Conseil fédéral. Les auteurs assument eux-mêmes la responsabilité des thèses défendues dans ces travaux ainsi que des erreurs éventuelles.



Impressum

Herausgeber:

Ökonomenteam

Bundesgasse 3

CH-3003 Bern, Schweiz

E-Mail oekonomenteam@efv.admin.ch

Internet www.efv.admin.ch

<http://www.efv.admin.ch/d/themen/wirtschaft/WGOe/index.php>

Layout:

Webteam EFV, P+I

Table des matières

Executive summary	5
1. Introduction	9
2. Caractéristiques de la crise actuelle	10
2.1. Contexte international	10
2.1.1. Causes et mécanismes de propagation	10
2.1.2. Conjoncture actuelle à l'étranger	12
2.2. La crise en Suisse	14
2.2.1. Etendue de la récession	14
2.2.2. Crise de la demande ou d'un resserrement de crédit ?	14
2.2.3. Dans quels domaines la demande a-t-elle baissé ?	15
2.2.4. Branches de production touchées par la crise	16
2.2.5. Crise conjoncturelle et changements structurels	16
3. Cadre institutionnel	19
3.1. Finanzpolitische Grundsätze und Schuldenbremse	19
3.2. Koordination mit den Kantonen	20
3.3. Rôles des politiques budgétaire et monétaire	20
3.3.1. Theoretische Grundlagen der Fiskalpolitik	22
3.3.2. La politique monétaire	24
3.3.3. Politiques budgétaire et monétaire : quel est le meilleur instrument pour stabiliser l'économie ?	24
4. Automatische Stabilisatoren	27
4.1. Die Wirkung automatischer Stabilisatoren im Schweizer Fall – eine erste Einschätzung	29
4.2. Die automatischen Stabilisatoren im Rahmen der Schuldenbremse	30
4.3. Automatische Stabilisatoren ausserhalb der Bundesrechnung	31
4.4. Umfang und Wirkung der automatischen Stabilisatoren	33
4.4.1. Umfang der automatischen Stabilisatoren	34
4.4.2. Wirkung der automatischen Stabilisatoren	38
4.5. Genügen die automatischen Stabilisatoren ?	40
5. Mesures discrétionnaires : expériences passées	41
5.1. Wichtigste Ergebnisse vergangener Untersuchungen	41
5.1.1. Untersuchungen für die Schweiz	41
5.1.2. Untersuchungen für andere Länder	43
5.2. Zwischenfazit: Rahmenbedingungen für wirksame diskretionäre Massnahmen	49
6. Discussion de mesures discrétionnaires pour faire face à la crise actuelle	51
6.1. Propositions existantes	51
6.1.1. En Suisse	51
6.1.2. A l'étranger	52
6.2. Principes pour la conception d'un stimulus conjoncturel	52
6.2.1. Critères de sélection	53
6.2.2. Quelle doit être la composition d'un stimulus conjoncturel ?	55
6.2.3. Quelle doit être l'ampleur d'un stimulus conjoncturel ?	61
6.3. Nos recommandations en cas de 3ème phase du plan de stabilisation	62
7. Conclusion	67

Literatur	68
Annexe A1 : Ausmass und Wirkung der automatischen Stabilisatoren	71
A1.1. Die Schätzung der marginalen Konsumneigung	71
A1.2. Schätzung des Fiskalstimulus bzw. Umfangs der automatischer Stabilisatoren	71
A1.3. Schätzung der Wirkung automatischer Stabilisatoren	76
Annexe A2 : Echos des débats sur les stimuli conjoncturels	80
A2.1 Soutien de la demande et rétablissement du fonctionnement du marché financier	80
A2.2. Politique budgétaire et politique monétaire	82
A2.3. Structure du stimulus	84
A2.4. Ampleur du stimulus	85

Executive summary

L'essentiel de ce document a été rédigé entre la 2^{ème} phase du plan de stabilisation et la 3^{ème} phase. C'est pourquoi cette 3^{ème} phase est ici évoquée au conditionnel, alors que son lancement a été décidé par le Conseil fédéral le 17 juin 2009.

A. Situation économique

Actuellement, notre économie souffre surtout d'une crise de la demande, mais pas d'un véritable « credit-crunch ». En particulier, la demande extérieure a chuté, ce qui *pénalise nos exportations*. Face à l'incertitude quant à l'évolution des ventes, les investissements d'équipement ont également reculé. D'autres secteurs, comme le secteur de la construction, ne sont par contre pas encore fortement touchés. Selon les dernières statistiques disponibles, la Suisse *n'était pas dans une sévère récession en fin 2008*, mais la situation de nos *partenaires commerciaux principaux ainsi que les indicateurs avancés se sont détériorés*. Lors du deuxième trimestre 2009, les indicateurs avancés suggèrent encore que l'activité économique recule, à un rythme toutefois moins rapide.

Comme les autres pays, la Suisse souffre d'une *trappe à la liquidité*. Le *taux d'intérêt étant pratiquement nul*, la BNS a annoncé l'utilisation d'*instruments non standard* tels que l'acquisition d'obligations en francs suisses de débiteurs privés. Lorsqu'une récession sévère est prévisible et que la politique monétaire atteint ses limites, *la politique budgétaire a un rôle important à jouer pour stabiliser l'économie* en soutenant la demande par des canaux inaccessibles à la politique monétaire. Actuellement, il est souhaitable que les politiques monétaire et budgétaire soient toutes deux expansives.

B. Rôle de la politique budgétaire en matière de stabilisation économique

En temps normal, la stabilisation de la conjoncture relève surtout de la politique monétaire que les stabilisateurs automatiques budgétaires

complètent de façon suffisante. Le frein à l'endettement permet des déficits en période de récession et exige des excédents en période de boom. Il intègre donc des *stabilisateurs automatiques*. Il existe aussi des stabilisateurs automatiques en dehors des dépenses soumises au frein à l'endettement, en particulier via l'assurance chômage. L'impact des stabilisateurs automatiques est plus rapide que celui des mesures discrétionnaires : l'automatisme évite les délibérations nécessaires pour adopter les mesures discrétionnaires. De plus, ils sont automatiquement réversibles : les déficits qu'ils engendrent en période de récession sont compensés par les excédents qu'ils génèrent en période de boom. Nous estimons que si le PIB baisse de 1 % **durant une année, alors les stabilisateurs automatiques** (l'assurance chômage, ainsi que les stabilisateurs liés au frein à l'endettement, mais sans les stabilisateurs automatiques liés aux cantons et communes) engendrent un stimulus d'environ 0,4 % du PIB.¹ Il s'agit là du stimulus cumulé sur 4 ans. Une partie du stimulus est en effet engendrée avec un certain retard après le choc. Notons qu'une partie de ce stimulus stimulera les importations plutôt que la production nationale.

Des mesures discrétionnaires peuvent être appropriées en cas de sévère récession où la politique monétaire atteint ses limites et les stabilisateurs automatiques ne suffisent plus. Dans la crise actuelle qui a été prévue suffisamment longtemps à l'avance, le fait que la mise en oeuvre d'une politique discrétionnaire prenne du temps est moins pénalisant que d'habitude. Par ailleurs, on reproche souvent à la politique budgétaire conjoncturelle de n'avoir qu'un faible impact dans une petite économie ouverte comme le nôtre, car une partie de cet impact soutient des économies étrangères via nos importations. Cette critique est toutefois moins pertinente dans la crise actuelle qui est globale et où de nombreux pays lancent des plans de stabilisation dont nous profitons aussi.

¹ Seco estime que le stimulus serait de 0,5 % du PIB si l'on tient compte de toutes les collectivités publiques de Suisse (cantons et communes comprises).

C. Plan de stabilisation

Le Conseil fédéral a répondu à cette crise de la demande par *un plan de stabilisation en plusieurs phases*. Les deux premières phases ont été décidées respectivement en fin 2008 et en début 2009. Les dépenses de ces deux phases ne conduisent pas à un dépassement du plafond fixé par le mécanisme du frein à l'endettement. Une *troisième phase* pourrait impliquer des dépenses extraordinaires conduisant à un rehaussement de cette limite.

La Confédération ne représente qu'un tiers des finances publiques. De plus, les cantons jouent un rôle important en matière d'investissements publics et d'aide aux personnes ne disposant que de peu de ressources (transferts). *La collaboration avec les cantons peut donc s'avérer cruciale dans le cadre de mesures discrétionnaires.*

D. Efficacité de la politique budgétaire

L'efficacité des mesures discrétionnaires est généralement mesurée par le multiplicateur qui indique l'augmentation du PIB (en francs) suite à un stimulus d'un franc. Ce multiplicateur peut être supérieur à 1 (ceux qui reçoivent un franc de l'Etat en dépenseront à leur tour une partie, qui sera à son tour en partie dépensée, et ainsi de suite) ou inférieure à 1 (à cause par exemple d'un « crowding out »,² ou parce qu'il s'agit d'un transfert dont l'efficacité est trop fortement pénalisée par une forte propension marginale à épargner ou à importer).

Une revue de la littérature montre qu'il est *difficile de tirer du passé des enseignements fiables sur l'efficacité des mesures discrétionnaires*: différentes études peuvent conclure à des valeurs très différentes pour le multiplicateur. Le FMI, qui soutient les mesures discrétionnaires dans la crise actuelle, trouve des multiplicateurs de l'ordre de 0.5, mais souligne la grande incertitude sur ces valeurs. Selon des études récentes concernant les Etats-Unis, le multiplicateur pour un stimulus

consistant en une baisse d'impôts peut varier entre 0.3 et 3. Pour certains pays très fortement endettés, les multiplicateurs peuvent même être négatifs, ce qui illustre l'importance pour un pays de bénéficier d'une large crédibilité concernant la soutenabilité de sa dette. Les études qui quantifient les multiplicateurs pour la Suisse sont rares. Dans une récente étude (2009), la KOF évalue le multiplicateur à 1,8 (après 3 ans) pour un stimulus consistant en dépenses publiques (investissements). Elle avait trouvé un multiplicateur de 0.4 dans une étude datant de 2001. La différence entre ces deux études semble s'expliquer essentiellement par des différences d'hypothèses concernant le niveau de chômage dans le secteur concerné par l'intervention de l'Etat (l'étude de 2009 suppose un chômage important dans le secteur de la construction). A titre de comparaison, on peut déduire à partir du modèle du BAK un multiplicateur de près de 1 (après 3 ans) pour un stimulus consistant en dépenses publiques.

La difficulté d'obtenir des valeurs fiables pour les multiplicateurs tient au fait qu'elles dépendent des détails de conception du stimulus ainsi que du contexte (notamment le taux de chômage, le caractère accommodant ou non de la politique monétaire, les éventuels blocages sur le marché financier, l'importance des importations et la confiance des différents acteurs en l'efficacité du stimulus). Par ailleurs, quantifier ces multiplicateurs présente des difficultés statistiques, notamment pour distinguer les liens réciproques entre la politique budgétaire et l'évolution du PIB. Afin de disposer de davantage de connaissances en cas de crise à l'avenir, il serait utile de *concevoir les mesures prises dans le cadre du plan de stabilisation de sorte à en faciliter l'évaluation.*

E. Avantages et inconvénients des différents types de stimuli

Ne disposant pas d'estimations fiables des multiplicateurs pour les différents types de stimuli

2 On parle de « crowding out » quand le stimulus se substitue à des dépenses qui auraient été réalisées en l'absence de stimulus. Ceci peut se produire par exemple parce que le stimulus est ciblé sur un secteur fonctionnant déjà à pleine capacité. Un autre canal est souvent cité: celui du taux d'intérêt.

conjoncturels, il convient plutôt de se fonder sur des critères qualitatifs. Les critères les plus connus sont désignés sous le nom de « T T T », ce qui signifie : i) effectué en temps utile (timely), ii) ciblé (targeted), et iii) transitoire (temporary). Nous excluons d'emblée les investissements publics (ou

les subventions pour des investissements privés qui bénéficient aussi à la collectivité) s'ils ne présentent pas une utilité en soi (en plus de stimuler l'économie). Le tableau suivant résume les avantages et inconvénients des différents types de stimuli.

Avantages et inconvénients de différents types de stimuli		timely	targeted	temporary
Maintenance des dépenses		+	0	+
Investissements publics		0*	+	+
Transferts	par dépenses	0	+	0
	par baisses d'impôt	0	-	0
Un signe « + » signale que le stimulus en question présente un avantage sur le critère considéré, alors que le signe « - » signale un désavantage. Le signe « 0 » indique une situation intermédiaire. *Dans la crise actuelle (ce serait « - » pour une crise qui n'est pas anticipée)				

Le premier type de stimuli consiste à ne pas réduire les dépenses déjà prévues suite à une réduction du plafond des dépenses du frein à l'endettement (provoquée par une diminution conjoncturelle des recettes). Ceci impliquerait de financer les dépenses excédentaires par l'endettement. Le second type est constitué des investissements publics (auxquels on peut associer les subventions pour des investissements privés qui bénéficient aussi à la collectivité). Le dernier type est celui des transferts qui peuvent être réalisés soit par des dépenses publiques (envoyer par exemple un chèque aux habitants les plus pauvres), soit par une baisse d'impôt.

Différents stimuli du même type auront des avantages et inconvénients différents selon les détails de conception. Le tableau ci-dessus est relativement grossier puisqu'il ne qualifie que les types de stimuli :

– **Maintenance des dépenses**

Le maintien des dépenses déjà prévues présente l'avantage de déployer rapidement ses effets, et d'être transitoire. Ces dépenses ne sont par contre pas nécessairement ciblées de sorte à en maximiser l'efficacité pour stimuler la conjoncture.

– **Investissements publics**

Les investissements publics concernent généralement les infrastructures, mais ne peuvent pas soutenir des secteurs tels que celui des exportations. Là où les investissements publics peuvent être appliqués, ils peuvent être ciblés dans des domaines (ou des localisations) souffrant du chômage. La difficulté est de les réaliser en temps utile (ni trop tard, ni trop tôt). Cette difficulté est réduite quand la crise est prévue suffisamment à l'avance. Les investissements publics présentent l'avantage de ne pas induire une augmentation permanente des dépenses (sauf en ce qui concerne les frais d'entretien). Cette augmentation peut même être réversible puisque la somme dépensée aujourd'hui pour réaliser un investissement qui a été avancé dans le temps peut en principe être compensée par l'économie réalisable à la date où cet investissement était initialement prévu. Même quand des erreurs d'anticipation réduisent le caractère stimulant des investissements publics, ils ont au moins le mérite d'être durablement utiles (à condition de ne choisir que des investissements qui seraient utiles indépendamment de leur contribution à la relance). De plus, le coût de ces investissements devrait en

principe être inférieur en période de récession qu'en période de boom.

– **Transferts par les dépenses**

Les transferts présentent l'avantage de pouvoir être ciblés sur les personnes qui auront le plus tendance à les dépenser (c'est-à-dire les personnes ne disposant que de peu de ressources). Ces transferts présentent l'inconvénient d'être peut-être politiquement difficiles à abolir une fois la crise terminée. Cet inconvénient est vraisemblablement moins important pour un renforcement des transferts ciblés sur les chômeurs touchés par la crise (en plus des prestations de l'assurance chômage actuelle). Dans ce cas, les transferts peuvent aussi être justifiés par la politique sociale si l'on estime que l'aide aux chômeurs doit être transitoirement renforcée en cas de crise particulièrement grave.

– **Transferts par les baisses d'impôts**

Rendre la mesure transitoire risque d'être encore plus difficile pour les baisses d'impôts. Ceci n'est toutefois pas un problème quand on avance dans le temps des réformes fiscales qu'on voulait déjà (indépendamment de la crise) réaliser de façon permanente. L'inconvénient principal des baisses d'impôts est d'être mal ciblées pour stimuler l'économie puisqu'elles bénéficient surtout à ceux qui en paient le plus. Par ailleurs, à quel point il est difficile de réaliser rapidement les baisses d'impôts dépend du type d'impôt (direct, indirect) et des détails de mise en œuvre.

F. Recommandations

Dans le cadre d'une éventuelle 3^{ème} phase, nous recommandons d'abord d'éviter toute politique procyclique. Il faut notamment maintenir le

niveau des dépenses même si cela implique des dépenses extraordinaires. Si l'ampleur de la crise devait justifier d'étendre les mesures discrétionnaires, cela devrait se faire essentiellement via des transferts. L'ampleur de ces transferts est un choix politique puisqu'il implique une redistribution (ce choix doit tenir compte de l'objectif de pouvoir rembourser l'endettement correspondant dans les années qui suivront la fin de la crise). Il serait certes préférable d'effectuer des investissements publics utiles et pouvant être mis en œuvre en temps opportun dans les secteurs touchés par la crise. Mais le stock de tels investissements est vraisemblablement très réduit par les deux premières phases du plan de stabilisation. Par ailleurs, nous recommandons de ne pas effectuer des transferts par des baisses d'impôts ad hoc. Par contre, anticiper une baisse d'impôt déjà prévue, tout en renonçant transitoirement à une compensation par une baisse des dépenses ou une augmentation d'autres impôts, peut stimuler l'économie sans impliquer les mêmes difficultés qu'une baisse ad hoc d'un impôt. En effet, le fait qu'une baisse permanente est alors désirée indépendamment de la crise facilite sa mise en œuvre en temps utile et élimine la question de son abrogation lorsque la crise sera finie.

Il faut être conscient qu'à la crise conjoncturelle peuvent s'ajouter des *changements structurels* que le plan de stabilisation devrait dans la mesure du possible éviter de freiner (le recul actuel de la valeur ajoutée du secteur financier est compatible avec une explication purement conjoncturelle, mais nous savons que le marché financier connaîtra des réformes qui devraient avoir un impact structurel). Par ailleurs, seul le soutien à la demande est discuté dans le présent rapport. Vu la crise financière actuelle, la Confédération devrait *conserver une marge de manœuvre financière*.

1 Introduction

La crise financière américaine n'est pas restée confinée aux Etats-Unis ni au secteur financier, mais a au contraire généré une crise globale. La Suisse fut d'abord touchée dans son secteur financier. De plus, l'UBS était si exposée qu'une aide publique était devenue nécessaire. Progressivement, la crise touche aussi d'autres secteurs de l'économie, en commençant par les exportations. Le Conseil fédéral répond à cette crise de la demande par un plan de stabilisation en plusieurs phases. Les deux premières phases ont été lancées respectivement en 2008 et en début 2009.³ Les dépenses de ces deux phases ne conduisent pas à un dépassement du plafond fixé par le mécanisme du frein à l'endettement. Une troisième phase pourrait impliquer des dépenses extraordinaires conduisant à un rehaussement de cette limite. L'essentiel de ce document a été rédigé entre la 2^{ème} phase du plan de stabilisation et la 3^{ème} phase. C'est pourquoi cette 3^{ème} phase est ici évoquée au conditionnel, alors que son lancement a été décidé par le Conseil fédéral le 17 juin 2009.

Nous proposons ici une réflexion qui pourrait s'avérer utile en cas de troisième phase du plan de stabilisation. Nous nous centrons sur la crise de la demande, sans aborder les mesures visant à assurer le bon fonctionnement du secteur financier. De plus, nous nous centrons sur la politique conjoncturelle de la Confédération en n'abordant que de façon périphérique la politique des cantons et la politique monétaire. Nous n'approfondissons pas non plus les deux premières phases qui ont déjà été décidées. Nous ne tenons pas compte non plus de certaines caractéristiques du processus de décision politique. Finalement, nous nous centrons sur la structure d'un programme de stabilisation. Nous n'abordons par contre guère la question de son ampleur, car nous considérons qu'il s'agit là surtout d'un choix politique. En ce qui concerne les situations dans lesquelles une politique discrétionnaire serait appropriée, nous nous limitons à des considérations qualitatives.

Dans un premier temps (chapitre 2), nous décrivons les caractéristiques de la crise actuelle. Les mesures qui doivent être prises dépendent en effet de la nature de la crise. Il s'agit par exemple de savoir dans quelle mesure notre économie réelle est touchée par une crise de la demande plutôt que par une crise du crédit, quels sont les secteurs touchés, si la crise est ou deviendra grave, et d'être conscient qu'à la crise conjoncturelle peuvent s'ajouter des changements structurels que le plan de stabilisation devrait dans la mesure du possible éviter de freiner. Nous discutons ensuite le cadre institutionnel (chapitre 3), en décrivant d'abord les principes de la politique budgétaire de la Confédération, notamment cette spécificité helvétique que constitue le mécanisme du frein à l'endettement. Nous décrivons aussi les liens entre la politique conjoncturelle de la Confédération et d'autres politiques (la politique conjoncturelle des cantons et la politique monétaire). Comme des mesures discrétionnaires conduisant à un dépassement du plafond des dépenses ne peuvent être nécessaires que si les stabilisateurs automatiques ne suffisent pas à combattre la baisse de la demande, nous analysons l'ampleur et l'efficacité des stabilisateurs automatiques (chapitre 4). Le frein à l'endettement est sensé fixer un plafond des dépenses indépendant de la conjoncture, ce qui permet des déficits en période de récession et exige des surplus en période de boom. Le frein à l'endettement intègre donc des stabilisateurs automatiques. Il existe aussi des stabilisateurs automatiques en dehors des dépenses soumises au frein à l'endettement, en particulier via l'assurance chômage. Après avoir abordé les stabilisateurs automatiques nous discutons les mesures discrétionnaires. Après avoir proposé une brève revue de la littérature sur les résultats empiriques concernant l'impact de politiques conjoncturelles passées (chapitre 5), nous discutons différents types de mesures discrétionnaires pouvant être envisagées pour faire face à la crise actuelle et proposons nos recommandations en cas d'une éventuelle 3^{ème} phase (chapitre 6). Nous concluons au chapitre 7.

3 Pour une description des deux premières phases, consulter le Message concernant la deuxième phase des mesures de stabilisation conjoncturelle (<http://www.efv.admin.ch/f/dokumentation/downloads/themen/bundesfinanzen/nachtrag/NK1b-Nachtrag-f-2009.pdf>).

2 Caractéristiques de la crise actuelle

L'économie suisse souffre en premier lieu d'une crise de la demande. Malgré les difficultés du secteur financier, notre économie réelle ne souffre pas pour l'instant d'un véritable resserrement de crédit. Cette crise de la demande touche en particulier nos exportations, pénalisées par la chute de la demande extérieure. Face à l'incertitude quant à l'évolution des ventes, les investissements d'équipement ont également reculé. D'autres composants de la demande, tels que la demande des investissements de construction et la consommation privée, ne sont pas encore fortement touchés. La Suisse ne connaît pas une récession sévère selon les dernières statistiques disponibles, mais la détérioration de la situation de nos partenaires commerciaux principaux ainsi que les indicateurs avancés de notre économie portent à penser que la récession sera plus sévère qu'elle n'a été au deuxième semestre de 2008 et l'on ne peut pas exclure qu'elle dure plus longtemps qu'actuellement prévu. Le risque d'une récession grave existe.

2.1 Contexte international

Alors que les turbulences se situaient initialement dans un segment du marché du logement aux Etats-Unis, la complexité des instruments financiers et l'interdépendance internationale des marchés financiers ont contribué à étendre la crise sur le plan global. L'accumulation élevée d'endettement des institutions financières a précipité la crise et en a augmenté l'ampleur. Puisque la crise a conduit au dysfonctionnement des intermédiaires financiers, tout en pesant sur la confiance des investisseurs et des consommateurs, elle a progressivement entraîné un ralentissement de l'économie réelle. Depuis le dernier trimestre de 2008 l'ensemble des pays industriels avancés est entré en récession. Les pays émergents, ayant connu jusqu'ici une croissance rapide, n'ont pas pu se soustraire à l'évolution négative de la conjoncture mondiale.

2.1.1 Causes et mécanismes de propagation

Les normes de crédit laxistes dans un segment des prêts hypothécaires qui ont été octroyés pendant l'essor récent du marché du logement aux Etats-Unis ont conduit à la crise du marché des crédits hypothécaires de moindre qualité (« sub-prime »), l'événement qui a amorcé la crise financière.⁴ Des banques et d'autres établissements de crédit ont émis ces crédits hypothécaires en faveur des ménages relativement peu solvables, sans les porter sur leurs bilans et les ont ensuite combinés avec d'autres crédits de meilleure qualité, titrisés et vendus sur les marchés secondaires – à des banques américaines mais aussi aux succursales américaines de banques européennes – sous forme de divers produits financiers complexes (« structurés ») généralement sensés fournir un rapport rendement/risque très attractif. Les établissements qui ont émis ces crédits n'étaient pas incités à évaluer sérieusement les risques qu'ils comportaient, puisqu'ils ont pu les transférer à des acheteurs sur les marchés secondaires. Les acheteurs sur les marchés secondaires pouvaient difficilement évaluer ces produits financiers à leur juste valeur à cause de leur complexité et se sont fiés aux agences de notation. Or, ces agences de notation s'étaient avérées beaucoup trop positives.

Les conditions cadres pour lesquelles les autorités américaines étaient responsables avaient fourni un terrain fertile à une bulle spéculative sur le marché du logement.⁵ De nombreux fournisseurs dans le segment des crédits hypothécaires de moindre qualité n'avaient pas été soumis au contrôle réglementaire. De plus, des institutions paraétatiques (Fannie Mae et Freddie Mac) avaient été encouragées à acheter des hypothèques titrisées, les hypothèques de moindre qualité y compris. Finalement, l'émergence de la bulle a été facilitée par la politique monétaire expansive notamment pendant la période de 2003–2005, grâce à laquelle les prêts hypothécaires avaient été très bon marché. En plus de la défaillance gouvernementale, des défaillances de marché

4 OECD (2007)

5 Taylor (2009a)

fournissaient un terrain propice aux excès, notamment les systèmes de compensation pour les employés des banques qui les incitaient à viser des profits de court terme, tout en négligeant les risques de long terme.

Lorsque les prix sur le marché du logement ont cessé de monter et les taux d'intérêt hypothécaires ont été ajustés vers le haut, de plus en plus de débiteurs ont fait défaut. Certaines institutions financières ont commencé à annoncer des pertes importantes. Un facteur qui a précipité la crise à venir et en a augmenté l'ampleur réside dans l'accumulation élevée d'endettement des institutions financières. Ainsi, lorsque les institutions financières étaient aux prises avec de fortes dépréciations d'actifs liés à des créances hypothécaires de moindre qualité, elles ont été nombreuses à ne plus disposer de suffisamment de fonds propres pour y faire face.

Les marchés pour les produits structurés sont devenus de plus en plus illiquides. La crise financière a débuté après l'écroulement du marché des hypothèques de moindre qualité au mois d'août en 2007. A cause de la globalisation des marchés financiers, les banques européennes aussi bien que les banques américaines ont été entraînées dans les turbulences. L'incertitude concernant l'exposition des différentes banques à ces produits associée à la lente reconnaissance des pertes a conduit à une réticence des banques à se prêter entre elles. Les taux d'intérêts pour les prêts interbancaires sont montés. Mais même à ces taux élevés, de nombreuses banques n'étaient plus intéressées à prêter à d'autres banques, car elles n'avaient pas confiance en leur solvabilité. Une fuite vers la qualité a eu lieu, qui obligea les entreprises privées non-financières comme financières à payer de plus fortes primes de risques.

La faiblesse des bilans des institutions financières et les doutes croissants sur leur solvabilité ont augmenté en crescendo jusqu'à l'apogée en septembre 2008, à la suite de la faillite de Lehman Brothers. La majorité des grandes institutions financières transnationales aux États-Unis et en Europe ont été menacées de faillite suite à des

retraits massifs de fonds. Les liquidités se sont complètement asséchées sur les marchés interbancaires et monétaires des principaux pays de l'OCDE. Les marchés d'actions mondiaux ont fortement baissé dans un climat d'inquiétude à l'égard de l'impact de ces turbulences sur l'économie réelle. Afin de calmer les marchés financiers et d'empêcher la propagation à l'économie réelle, les pouvoirs publics des États-Unis et de plusieurs pays européens ont renfloué des institutions financières, et les banques centrales des principaux pays avancés ont abondamment approvisionné les marchés financiers en liquidités et ont fortement abaissé leurs taux directeurs à des niveaux historiques. Par la suite, certaines de ces banques centrales ont entrepris des mesures expansives non conventionnelles, telle que l'achat des obligations étatiques de long terme et des obligations du secteur privé.

Ces actions ont permis une certaine détente sur les marchés financiers. Ces derniers ne sont par contre pas encore revenus au courant normal: les opérations de court terme sur le marché interbancaire ont redémarré mais ce marché demeure très fragile. Parmi les pays avancés importants, au Japon, le secteur bancaire et le système financier ont été jusqu'ici relativement épargnés par la crise. Néanmoins, les prix des actions y ont reculé comme dans le reste du monde. Les marchés émergents, même s'ils ne sont pas directement touchés par l'exposition aux pertes sur actifs liés à des créances hypothécaires, n'en ont pas moins été affectés. Les investisseurs dans les pays industriels avancés, de plus en plus inquiets devant les perspectives économiques, ont revendu des actions et des devises sur les marchés émergents dans le monde entier, provoquant une nette baisse des prix de ces actifs à partir de la mi-2008. Le recul du commerce mondial pèse également sur la performance des exportations des pays émergents.

L'économie réelle se trouve progressivement touchée par la crise. Les institutions financières, souvent avec l'aide publique, sont en train d'augmenter le niveau de leurs capitaux propres tout en réduisant leurs actifs afin de satisfaire aux nouvelles exigences des marchés quant aux

niveaux de risque acceptables. Dans ce contexte, dans certains pays les banques ont sensiblement durci les conditions de crédit. Les effets commencent à se faire sentir: la croissance du crédit amorce un ralentissement pour toutes les grandes catégories de prêts aux États-Unis et dans la zone euro.

L'impact du resserrement du crédit est amplifié par les effets de richesse négatifs dus à l'effondrement des prix des actions tout au long de 2008 ainsi qu'aux baisses passées et actuelles des prix des logements. Ces effets pèsent considérablement sur la consommation, même si leur ampleur varie d'un pays à l'autre. De plus, la crise financière a eu un impact énorme sur la confiance des consommateurs (en particulier dans les pays où le marché de travail a connu une forte détérioration) et sur le climat d'investissement. Ainsi, la confiance des consommateurs et le climat d'investissement ont enregistré des baisses records, et la croissance des dépenses de consommation et des investissements privés a ralenti ou même reculé sensiblement dans certains pays. Finalement, au niveau mondial, cette perte de confiance a conduit à une contraction massive de la production et du commerce international.

2.1.2 Conjoncture actuelle à l'étranger

Les pays industrialisés avancés

L'OCDE et le FMI s'attendent pour 2009 pour les USA, le Japon et l'Union européenne à un recul important du PIB qui conduira à une forte montée du chômage. Déjà lors des derniers mois de 2008, les niveaux de production et des entrées de commandes dans l'industrie de ces régions ont plongé, et le chômage a augmenté. Il s'agit d'une détérioration massive qui dans certain cas prend une ampleur qui n'a pas été observé depuis des décennies. (A titre d'exemple de la détérioration de la situation économique de nos partenaires principaux, voir le Tableau 2.1 pour l'évolution du PIB et du chômage aux États-Unis, dans l'Union européenne et l'Allemagne). Les baisses des valeurs boursières et immobilières ont fortement pesé sur la demande des consommateurs, en particulier dans des pays tels que les États-Unis où des portefeuilles d'actions sont détenus par un grand nombre de ménages. Les incertitudes concernant les perspectives économiques ont également eu un effet néfaste sur la confiance des consommateurs et ont conduit à une forte détérioration du climat d'investissement. Dans certains pays, par exemple aux États-Unis, les perturbations dans le fonctionnement des marchés de crédit freinent l'activité économique. Dans ce contexte de ralentissement marqué de la conjoncture, les gouvernements de nombreux pays (tels que les États-Unis et des pays membres de l'Union européenne) ont annoncé des programmes conjoncturels de taille très importante visant la relance de la demande.

Tableau 2.1

	PIB				Chômage	
	2008			2009	mai 2008	mai 2009
	2 ^{ème} trim.	3 ^{ème} trim.	4 ^{ème} trim.	1 ^{er} trim.		
USA	0,7%	-0,1%	-1,6%	-1,5%	5,5%	9,4%
Union européenne	0,1%	-0,4%	-1,7%	-2,4%	6,8%	8,9%
Allemagne	-0,5%	-0,5%	-2,2%	-3,8%	7,4%	7,7%

Sources : BEA, U.S. Dept. of Labor, Eurostat

Dans ce cadre de baisse massive de la demande globale, les prix des produits de base ont chuté. Si ce recul a assombri les perspectives de croissance de certains pays exportateurs de produits de base, il renforce le pouvoir d'achat des pays importateurs. Le FMI s'attend dès lors à ce que certains pays industrialisés avancés connaissent des périodes de taux d'inflation faibles ou négatifs durant 2009, avant de remonter graduellement en 2010.

Une reprise graduelle est attendue pour 2010 dans les pays de l'OCDE, dans la mesure où les mesures gouvernementales contre la crise seront adéquates. Cette prévision est toutefois grevée d'incertitudes importantes. Le cercle vicieux entre les détériorations dans le secteur réel et le secteur financier, où les clients des banques deviennent insolvables à cause de la conjoncture et affaiblissent ainsi à nouveau les bilans des banques, pourrait se renforcer encore davantage. La dynamique du marché du logement américain, une nouvelle prolifération des dettes publiques et

des pressions déflationnistes constituent également des risques qui mettent en danger les perspectives de reprise.

La crise dans les pays émergents et l'impact sur les pays avancés

Certains pays émergents sont confrontés à une forte réduction des entrées de capitaux étrangers, une baisse importante de leurs exportations et une montée de chômage. L'impact de la crise sur les pays émergents varie toutefois fortement d'un pays à l'autre (voir Tableau 2.2 pour les prévisions du FMI de l'évolution du PIB de quelques grands pays émergents). La Russie, par exemple, souffre, en plus des difficultés déjà mentionnées, d'un resserrement de crédit et, en tant que producteur de pétrole, des conséquences de la chute de prix des produits de base. A l'opposé, la Chine, le Brésil et l'Inde ne semblent pas souffrir d'un resserrement de crédit et peuvent stimuler leurs économies grâce à des politiques macro-économiques expansives.

Tableau 2.2
Croissance réelle du PIB dans les BRIC

	2008	2009	2010
Brésil	5,1	-1,3	2,2
Russie	5,6	-6,0	0,5
Inde	7,3	4,5	5,6
Chine	9,0	6,5	7,5

Source : FMI, prévisions d'avril 2009

Les difficultés des pays émergents dues à la crise financière auront un effet néfaste difficile à prévoir sur les pays industrialisés avancés, à la fois au niveau de leurs exportations et au niveau de l'exposition de leurs banques à travers les prêts octroyés à ces pays.

2.2 La crise en Suisse

2.2.1 Etendue de la récession

Au cours de 2008 la conjoncture suisse s'est progressivement détériorée. Dans le Message concernant la deuxième phase des mesures de stabilisation conjoncturelle⁶, des critères au delà de la croissance du PIB sont envisagés afin de déterminer la gravité d'une crise : l'étendue et la durée du tassement conjoncturel, le chômage, les carnets de commandes de différentes branches de l'économie suisse, ainsi que les incertitudes. Si l'on se base sur les estimations et des prévisions conjoncturelles officielles du mois de mars 2009, il n'y a pas encore lieu de qualifier la situation économique en Suisse d'une récession grave. Le PIB a stagné au 2^{ème} trimestre 2008. Il a légèrement reculé au 3^{ème} et au 4^{ème} trimestre 2008, ainsi qu'au 1^{er} trimestre 2009 (-0,2%, -0,6%, -0,8%). Les indicateurs avancés (baromètre de la KOF, PMI) indiquent que la récession s'est aggravée en Suisse au cours de 2009. Le Groupe d'experts de la Confédération «Prévisions conjoncturelles» ont annoncé en mars qu'il s'attend pour 2009 à un recul du PIB suisse de -2,2% et une reprise graduelle en 2010 avec une croissance faible de 0,1%. Selon ces prévisions, le chômage augmentera en 2009 et atteindra en 2010 un niveau moyen dépassant 5%. Mais il faut attendre les prévisions de juin 2009 pour apprécier si une récession grave s'installe ou se profile. Toutefois, puisque l'incertitude autour de ces prévisions est grande, en particulier en ce qui concerne les turbulences sur les marchés financiers, le risque d'une récession grave existe. A notre avis, il faut réfléchir déjà maintenant sur une troisième étape de stabilisation conjoncturelle afin d'être prêt à agir en cas de besoin. Pour

élaborer des recommandations adéquates, nous analysons dans les paragraphes suivants la nature de la crise en Suisse.

2.2.2 Crise de la demande ou d'un resserrement de crédit ?

Alors qu'à l'étranger la récession est causée à la fois par une crise de la demande et, dans certains pays, par un resserrement de crédit (« credit crunch »⁷), en Suisse un resserrement général de crédit n'a pas encore pu être constaté. Selon l'enquête de la KOF sur les investissements, menée auprès de 6'500 entreprises en novembre/décembre 2008, les insuffisances de financement pour les entreprises suisses constituent un obstacle qui gagnera en importance en 2009. Les problèmes de financement étaient toutefois considérés moins importants que d'autres obstacles, ce qui montre que pour l'instant un resserrement notable de crédit n'est pas attendu dans notre pays. Le FMI a également constaté en mars de cette année qu'il n'y a actuellement pas de signe de resserrement de crédit en Suisse. Il attribue le ralentissement de la croissance des crédits au fait que le recul de l'activité économique a influencé la demande de crédits et estime que les conditions pour l'octroi de crédit posées par les banques, quoi que plus sévères qu'en période de boom, ne sont pas plus restrictives que d'habitude lors d'une détérioration conjoncturelle. Il s'agit en Suisse donc en première ligne d'une crise de la demande et non d'un resserrement général de crédit. En premier lieu, la crise en Suisse pèse sur les exportations et les investissements. Jusqu'ici la consommation s'est montrée relativement robuste.

6 Voir l'encadré « Qu'est-ce qu'une "récession grave" ? » en page 14 du Message.

7 Definition der Kreditklemme der KfW (Förderbank der deutschen Wirtschaft und Entwicklungsbank für die Transformations- und Entwicklungsländer, früher Kreditanstalt für Wiederaufbau):
Eine Kreditklemme liegt vor « wenn Kredite für Unternehmen generell und flächendeckend, d.h. nicht nur in einzelnen Branchen, bestimmten Unternehmensgrößen oder Laufzeiten, durch die Banken nicht mehr zur Verfügung gestellt werden, obwohl entsprechende Nachfrage der Unternehmen zu aktuellen Finanzierungsbedingungen, die marktbasierend sind und dem aktuellen Kreditrisiko Rechnung tragen, (Ergänzung SECO) vorhanden ist ». Notons toutefois que la crise peut être aggravée par un durcissement des conditions de crédit, même lorsque ce durcissement est une réaction rationnelle des banques face à une détérioration conjoncturelle et même lorsqu'il ne s'agit pas d'un « credit-crunch » au sens de la définition ci-dessus.

2.2.3 Dans quels domaines la demande a-t-elle baissé ?

Exportations

Depuis le dernier trimestre 2008, les entreprises suisses axées sur les marchés des exportations sont fortement touchées par le recul de la demande globale. Entre janvier et mai 2009, toutes les branches exportatrices ont accusé un recul entre 0,1 % et 37,3 %. Quant au secteur des services, l'hôtellerie a enregistré une diminution tendancielle de la demande étrangère depuis le mois de septembre 2008. On a aussi pu observer une baisse des exportations de services bancaires qui a commencé dans le cours de l'année passée.

La récession dans les pays partenaires pèse de plus en plus sur nos exportations, et le ralentissement dans des pays émergents dynamiques jusqu'ici réduit une source importante du dynamisme des années passées. Selon les résultats des enquêtes auprès de l'industrie, les entreprises axées sur les marchés des exportations se montrent pessimistes pour l'avenir proche. Elles escomptent une diminution persistante de la demande et envisagent de réduire parfois fortement leur production. Il devrait en résulter une compression accrue du personnel. Le Groupe d'experts s'attendait au mois de mars 2009 à un recul des exportations de 8,1 % (2008 : +2,1 %) pour l'ensemble de 2009, et à une reprise graduelle (+1,0 %) pour 2010 lorsque l'économie globale retrouvera le chemin de croissance.

Investissements

Les incertitudes et les attentes pessimistes concernant l'évolution future des ventes ont pesé sur les investissements. Au trois derniers trimestres de 2008, les investissements dans les biens d'équipements ainsi que dans la construction ont reculé. Au 1^{er} trimestre 2009, un accroissement des investissements dans l'aviation a amorti l'évolution baissière dans les rubriques des produits métallurgiques, des machines et des appareils de bureau. Les investissements dans la construction ont poursuivi leur tendance à la baisse. L'assombrissement des perspectives des entreprises continuera à peser sur la construction des bâtiments commerciaux. Par contre, l'aug-

mentation des permis de construire implique une expansion de la construction de logements dans un proche avenir. Celle-ci est soutenue par l'évolution vers le bas des taux hypothécaires.

Selon l'enquête de la KOF sur les investissements mentionnée ci-dessus, les entreprises suisses se montrent nettement plus réservées actuellement que l'année passée quant à leurs projets d'investissement pour 2009. Les principaux obstacles à l'investissement sont l'incertitude face à l'évolution des ventes ainsi que la baisse des rendements. Il ressort de l'enquête qu'en 2009, tandis que les investissements de construction devraient croître légèrement, les investissements d'équipement reculeront. Si les entreprises réalisent les projets annoncés, le recul des investissements d'équipement sera dans l'ensemble moins prononcé que lors du dernier ralentissement en 2001–2003. L'incertitude sur la planification des investissements s'est toutefois accrue, surtout dans l'industrie où seulement 65 % des entreprises interrogées considèrent leurs projets comme étant certains.

En mars 2009, le Groupe d'experts de la Confédération s'attendait pour 2010 à une croissance des investissements de construction de 0,5 % (en tenant compte du programme de stabilisation) et un recul des investissements en équipement de 2,5 %.

Consommation des ménages

Jusqu'ici la consommation est encore relativement robuste en comparaison avec l'étranger. Ceci peut être expliqué par le niveau encore relativement bas du chômage. Les enquêtes auprès du commerce de détail révèlent toutefois une détérioration du climat. Pour l'avenir proche, davantage de détaillants prévoient une baisse plutôt qu'une hausse de leur chiffre d'affaires.

En mars 2009, le Groupe d'experts de la Confédération s'attendait à un ralentissement de la croissance de la consommation des ménages de 1,9 % en 2008 à 0,6 % en 2009 et 0,0 % en 2010. En effet, il faut s'attendre à ce que la montée graduelle du chômage actuellement en cours pèse sur la croissance de la consommation

des ménages. Le Groupe d'experts s'attendait à une augmentation du chômage à 3,8 % en moyenne en 2009, et à 5,2 % en 2010.

Le recul de la fortune des ménages lié à la crise financière est aussi potentiellement néfaste pour la consommation. Toutefois, en Suisse, contrairement à d'autres pays tels que les États-Unis, le Royaume-Uni ou l'Espagne, le marché du logement ne présente pas, globalement, de bulle spéculative; il n'y a donc pas d'effet sur la fortune des ménages suisses dans ce domaine. En ce qui concerne la chute mondiale des bourses, la réaction des consommateurs aux fluctuations du patrimoine financier est plus forte dans les pays anglo-saxons qu'en Europe continentale, ce qui semble lié à la plus grande diffusion des actions dans les portefeuilles des ressortissants de pays anglo-saxons.

2.2.4 Branches de production touchées par la crise

La première branche à être affectée par la crise financière a été le secteur financier. La valeur ajoutée de ce secteur a reculé fortement depuis le début de l'an passé, et était la cause principale de la faiblesse du PIB en 2008. La valeur ajoutée du secteur bancaire est composée de deux éléments: les revenus nets provenant des différentiels de taux d'intérêt (opérations liées aux activités de dépôts et de crédits des banques) et des opérations rémunérées par des commissions. Une étude de seco a montré que cette deuxième partie de la valeur ajoutée des banques est très dépendante des cours des actions. La forte chute des cours des actions dès le début de 2008 a immédiatement affecté cette deuxième partie de la valeur ajoutée des banques, alors que l'activité de crédits et de dépôts semble avoir été peu touchée durant l'ensemble de l'année 2008. Le taux de chômage du secteur bancaire, tout en connaissant une croissance rapide, reste pour l'instant moins important que le taux de chômage global. Il est toutefois vraisemblable que le taux de chômage du secteur bancaire augmentera considérablement.

Le recul de la demande des exportations (voir 2.2.3.) a eu un fort impact sur la production industrielle puisqu'un grand nombre de ces entreprises produisent pour exporter plutôt que pour le marché intérieur. Les indicateurs de la marche des affaires dans l'industrie ont encore sensiblement fléchi. L'appréciation de la situation s'est avérée profondément négative notamment dans les entreprises exportatrices. Dans l'ensemble, les entrées de commandes et le carnet de commandes ont nettement régressé. Pour l'avenir proche, les entreprises axées sur le marché intérieur redoutent un recul presque aussi grand de la demande que les entreprises exportatrices, et elles envisagent dans l'ensemble de ralentir encore la production. Des réductions de l'emploi supplémentaires sont prévues.

BAK s'attend (prévisions datant du printemps 2009) à ce qu'en 2009 la branche restauration-hôtellerie, les branches qui produisent des biens d'équipement, le secteur financier et l'industrie horlogère soient particulièrement touchés par la récession. Le recul le plus fort sera celui de la branche restauration-hôtellerie et devrait perdurer en 2010. L'appréciation du taux de change en plus du ralentissement de la conjoncture ont frappé cette branche durement. En deuxième lieu, BAK s'attend à un recul des branches qui produisent des biens d'équipement. Dans ce secteur, BAK s'attend à une légère reprise en 2010. En troisième lieu, BAK s'attend à une reprise du secteur financier en 2010, mais n'exclut pas une évolution plus négative au cas où la crise financière empirait.

2.2.5 Crise conjoncturelle et changements structurels

La détérioration conjoncturelle s'accompagne d'un changement structurel. Car si la crise financière a touché plusieurs branches de l'économie par son impact sur la demande globale, le secteur financier traverse en plus une période de

restructuration. Cette restructuration aura un impact important sur l'économie suisse, car la taille du secteur financier suisse en proportion du PIB est considérable (environ 12% en 2006). Dans ce paragraphe, nous concluons que la crise aura un impact structurel sur le secteur financier, dont les contours restent toutefois difficiles à cerner. La question de la restructuration de la place financière suisse sera traitée de façon approfondie par d'autres instances. Nous mentionnerons les questions principales qui y seront abordées.

L'impact de la crise sur la contribution directe (du point de vue de la production) du secteur financier au PIB, à savoir le recul de la valeur ajoutée de ce secteur en 2008, pourrait être compatible avec une explication conjoncturelle. Comme nous l'avons vu plus haut, ce recul est dû à la baisse des commissions des banques gagnées sur le marché suisse en 2008. Or ces commissions ont été gagnées en premier lieu lors d'opérations classiques, car les produits financiers qui ne sont plus liquides ont été pour la plupart négociés à l'étranger. Au cas où ces instruments classiques, notamment les actions cotées en bourse et les instruments dérivés utiles du point de vue des entreprises (par exemple, permettant de se couvrir contre le risque de change), ne seraient pas touchés par un changement structurel, alors la baisse actuelle de la valeur ajoutée serait conjoncturelle.

De plus, il n'est pas exclu que de nouvelles innovations financières aient lieu, pouvant conduire, même en quelques années seulement, à un nouvel essor de l'activité du secteur financier. Car il existe des déséquilibres fondamentaux à la base du système financier mondial. Ainsi, Ricardo Caballero (professeur à MIT) mentionne un déséquilibre qui générera chroniquement de nouvelles bulles : la demande excédentaire d'actifs financiers sans risque (« global excess demand for

safe assets »).⁸ Cette demande provient notamment de pays émergents qui ont une épargne élevée, mais dont le marché financier insuffisamment développé n'offre pas suffisamment d'actifs sans risque et qui doivent satisfaire leur demande à l'étranger, en particulier aux Etats-Unis qui est le centre financier le plus important au monde. C'est cette demande excédentaire d'actifs financiers sans risque qui a conduit à la baisse des taux d'intérêt à long terme (le « Greenspan conundrum » : la contraction de la politique monétaire américaine n'avait plus d'influence sur les taux d'intérêt à long terme) ainsi qu'aux déséquilibres globaux des balances des opérations courantes. Il semble probable que tant qu'il n'existe pas suffisamment d'actifs financiers valables sans risque et comportant un rendement adéquat, la naissance d'un instrument qui semble sûr et qui rapporte davantage que les bons de trésor sans risque attirera un tel afflux d'investisseurs qu'une nouvelle bulle risque d'apparaître.⁹

Toutefois, différents facteurs portent à penser que la crise financière actuelle conduira à un certain nombre de changements structurels du secteur financier mondial et suisse.

D'abord, des autorités nationales ainsi que des institutions financières internationales s'efforceront d'améliorer la réglementation et la surveillance des marchés financiers afin d'éviter une nouvelle crise financière globale de l'ampleur que nous connaissons aujourd'hui. De nouvelles conditions cadres seront mises en place, telles qu'une nouvelle réglementation des marchés financiers. On peut s'attendre à ce que celles-ci limiteront les opérations à levier, favoriseront des activités moins lucratives et augmenteront la concurrence internationale. Les opérations bancaires off-shore seront dans une certaine mesure entravées par la réorientation de la politique du Conseil fédéral dans le domaine de

8 « A Global Perspective on the Great Financial Insurance Run: Causes, Consequences and Solutions (Part 1) », Ricardo Caballero, Vox, Research-based policy analysis and commentary from leading economists, CEPR, 23 January 2009

9 Selon cette interprétation, seule l'amélioration des conditions cadres dans les pays émergents permettrait une expansion d'actifs sans risque, de sorte que la demande excédentaire puisse être satisfaite sans déséquilibres globaux.

l'assistance administrative et de l'entraide judiciaire en matière fiscale. Des changements institutionnels tels qu'une modification des systèmes de rémunération des employés pour corriger une tendance à viser uniquement des profits de court terme, pourraient réduire le revenu du travail dans ce secteur. Ensuite, une clientèle brûlée par la crise financière sera, au moins pendant un certain temps, plus méfiante envers des instruments complexes qui apportent aux banques des commissions élevées, et demandera des produits plus simples et plus transparents. Finalement pour éviter les conséquences des crises financières pour les épargnants, une amélioration de la protection des déposants réduira également les bénéfices des banques. Ces ajustements structurels pénaliseront les commissions, les salaires, le PIB et les recettes fiscales.

Ajustement structurel pour le PIB et l'emploi à long terme

A terme, les facteurs de productions libérés par le redimensionnement du secteur financier ne resteront pas inutilisés, mais seront transférés dans d'autres secteurs où ils contribueront au PIB. En effet, les employés qui doivent quitter le secteur bancaire sont hautement qualifiés et retrouveront un travail qualifié dans un autre secteur (avec un changement de productivité

dont l'ampleur est difficile à prévoir). De plus, la croissance de l'économie suisse pourrait être plus stable si le secteur financier devient moins volatile et que se développent d'autres branches moins sensibles aux fluctuations conjoncturelles (par exemple, le secteur pharmaceutique). Mais une telle transformation structurelle de l'économie suisse prendra du temps et ne portera ses fruits qu'après une période de transition dont la durée est incertaine.

D'autres instances sont chargées d'examiner plus en détail les dénouements possibles et les conséquences sur le plan suisse de la crise financière en cours. En particulier, la CER (Commission de l'économie et des redevances) a chargé le Département fédéral des finances d'élaborer un rapport sur les perspectives de la place financière suisse. Ce rapport examinera les conséquences de la crise financière pour la réglementation internationale et suisse, pour la compétitivité et l'aptitude de la place suisse à attirer des investisseurs étrangers, ainsi que l'impact des réformes réglementaires sur la structure (évolution future des activités telles que la gestion de fortune et la banque d'investissement) et les perspectives de croissance du secteur financier suisse. Dans ce contexte, les occasions à saisir suite à ces changements seront discutées aussi bien que les risques.

3 Cadre institutionnel

3.1 Finanzpolitische Grundsätze und Schuldenbremse

Eine Grundbedingung für eine erfolgreiche Finanzpolitik ist die Erhaltung gesunder öffentlicher Finanzen, damit die gesellschafts- und wirtschaftspolitischen Ziele dauerhaft erfüllt werden können. Dies wird insbesondere über die Schuldenbremse erreicht, welche sicherstellt, dass der Finanzhaushalt mittelfristig ausgeglichen bleibt und die Verschuldungsquote auf ein langfristig tragbares Mass gebracht werden kann.

Wirtschaftspolitische Ziele, die mit der Finanzpolitik begünstigt werden sollen, sind, für Stabilität zu sorgen, das Wirtschaftswachstum zu begünstigen und die Beschäftigung, die Wohlfahrt und den gesellschaftlichen Zusammenhalt zu fördern. Dafür sind Einnahmen- und Ausgabenpolitik wachstumsfreundlich auszugestalten. Die Finanzpolitik soll auch den wirtschaftlichen Strukturwandel nicht behindern. Diese Ziele hat der Bundesrat im Jahr 1999 für die Bundesebene im Finanzleitbild näher umschrieben. Im Finanzleitbild wird festgehalten, dass der Haushalt vorrangig über Ausgabenkürzungen ins Lot zu bringen ist und dass Mehrausgaben für neue Aufgaben vorrangig durch Einsparungen in anderen Bereichen aufzufangen sind. Investitionen in Bildung und Infrastruktur sollen dabei nicht stärker als die anderen Ausgaben gekürzt werden.

Die Schuldenbremse, welche unter Berücksichtigung stabilitätspolitischer Ziele den Haushaltsausgleich sicherstellt, ist ein wichtiges finanzpolitisches Steuerungsinstrument auf Bundesebene. Auslöser für die Schuldenbremse waren finanzpolitische Erfahrungen der neunziger Jahre: die chronischen Defizite und damit verbunden der rasante Anstieg der Verschuldung sowie das Unvermögen, die Defizite in den Rezessionsphasen durch entsprechende Überschüsse in den Boomphasen zu kompensieren.

Die Schuldenbremse soll den Bundeshaushalt vor strukturellen (chronischen) Ungleichgewichten bewahren und damit verhindern, dass die Schulden des Bundes wie in der Vergangenheit rasch ansteigen. Die finanzielle Last von heutigen Vorhaben soll nicht übermässig auf zukünftige

Steuerzahler abgewälzt werden können. Die Schuldenbremse soll es ermöglichen, einen finanzpolitischen Handlungsspielraum zu erhalten, damit der Bundeshaushalt mittel- bis langfristig auch unter Einschluss eines ausserordentlichen Zahlungsbedarfs oder politisch prioritärer Vorhaben (beispielsweise bei den Sozialwerken oder in der Bildung und Forschung) ausgeglichen bleibt.

Die Schuldenbremse ist eine Fiskalregel, welche vorschreibt, dass kein strukturelles Defizit bestehen darf: Über einen Konjunkturzyklus hinweg dürfen die Ausgaben nicht grösser sein als die Einnahmen. Der Höchstbetrag für die Ausgaben entspricht dem konjunkturell bereinigten Wert der Einnamenschätzungen für das Budgetjahr. Sie lässt sowohl Steuererhöhungen (beispielsweise zur Finanzierung der demografiebedingten Mehrkosten der Sozialversicherungen) als auch Steuersenkungen zu. Letztere müssen gemäss der Regel Hand in Hand mit Ausgaben senkungen gehen. Die Schuldenbremse ist nur für das Budgetjahr gesetzlich verbindlich, wird jedoch auch in der Finanzplanperiode (d.h. den drei, dem Budgetjahr folgenden Jahre) angewendet. Die längerfristige Einhaltung der Schuldenbremse erfordert jedoch einen erweiterten Planungshorizont, der über die Finanzplanperiode hinausgeht. Eine Früherkennung langfristiger finanzpolitischer Herausforderungen ist nötig, um rechtzeitig Korrekturmassnahmen ergreifen zu können. Periodisch werden deshalb auch längerfristige Perspektiven erstellt.

Die regelgebundene Finanzpolitik schliesst prinzipiell das Führen einer aktiven Finanzpolitik aus. Die Schuldenbremse zielt darauf ab, dass die automatischen Stabilisatoren ihre Wirkung frei entfalten können. Die Fiskalpolitik des Bundes kann somit als passiv antizyklisch bezeichnet werden und unterstützt so die Wirkung der Geldpolitik.

Trotz dieser Regelbindung kann in ausserordentlichen Situationen – wie in schweren Rezessionen, bei Naturkatastrophen oder anderen besonderen Ereignissen – der Ausgabenplafond der Ausgabenregel mit einem qualifizierten Mehr in beiden Räten erhöht werden. Falls die ordentlichen Mittel

nicht ausreichen, kann also in einer Rezession, welche als schwer betrachtet wird, auf das Instrument der ausserordentlichen Ausgaben zurückgegriffen werden.

Ausserordentliche Ausgaben können zu einer Schuldenzunahme führen. Eine Gesetzesrevision zur Regelung einer Kompensation dieser, auf ausserordentlichen Belastungen stammenden Neuverschuldung wurde von Parlament verabschiedet. Für die Steuerung des ausserordentlichen Haushalts ist insbesondere die Einführung eines « Amortisationskontos » geplant, welches neben dem bereits bestehenden « Ausgleichskonto » geführt werden soll.

3.2 Koordination mit den Kantonen

Es gilt zu verhindern, dass sich die Kantone prozyklisch verhalten. Dieser Aspekt ist vor allem wichtig, weil rund zwei Drittel der Ausgaben der öffentlichen Hand auf die Kantone und Gemeinden entfallen. Dann muss aber auch beachtet werden, dass der Vollzug zahlreicher Massnahmen, die auf nationaler Ebene beschlossen werden, bei den Kantonen liegt (z. B. der Vollzug der Arbeitslosenversicherung durch die regionalen Arbeitsvermittlungszentren und kantonalen Arbeitsämter), was eine Koordination mit den kantonalen Instanzen voraussetzt. Zudem werden verschiedene Aufgaben von Bund und Kantonen gemeinsam im Verbund gelöst, indem beide Ebenen zur Finanzierung beitragen. Bei Verbundaufgaben liegt der Vollzug in der Regel bei den Kantonen.

Schliesslich ist auch eine Koordination stabilitätspolitischer Massnahmen unter den Kantonen auf der regionalen Ebene notwendig, weil die Wirkungen von Ausgabenprogrammen eines Kantons nicht an den kantonalen Grenzen Halt

machen. Ein Kanton wird also nur dann zusätzliche Investitionen tätigen, wenn er darauf zählen kann, dass seine Nachbarkantone das gleiche tun.

Die 2. Stufe der konjunkturellen Stabilisierungsmassnahmen des Bundes, die von den eidgenössischen Räten in der Märzsession 2009 verabschiedet wurden, enthalten bereits eine ganze Reihe von Massnahmen, deren Umsetzung eine entsprechende Aufstockung in den kantonalen Budgets 2009 voraussetzt.¹⁰

3.3 Rôles des politiques budgétaire et monétaire

3.3.1 Theoretische Grundlagen der Fiskalpolitik

Die kurzfristigen Wirkungen der Fiskalpolitik sollen ausgehend vom keynesianischen Grundmodell für eine kleine offene Volkswirtschaft bei flexiblen Wechselkursen – entsprechend dem Schweizer Fall – erläutert werden (s. z.B. Hesse 1998, 142ff.).¹¹ Aus diesem Standardmodell für die kurze Frist können Multiplikatoren abgeleitet werden, welche u.a. die kurzfristigen Wirkungen von Änderungen der Staatsausgaben und des Steuersatzes auf das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) messen. Dabei ist hervorzuheben, dass im keynesianischen Grundmodell gleiche fiskalpolitische Massnahmen unabhängig davon, ob sie diskretionär beschlossen werden oder als automatischer Stabilisator institutionalisiert sind, in identischer Weise wirken. Dies ist plausibel. Denn der kurzfristige Effekt eines Sozialtransfers an einen Arbeitslosen sollte unabhängig davon sein, ob dieser Transfer durch die Arbeitslosenversicherung, also einem automatischen Stabilisator, oder durch eine diskretionäre Massnahme der Regierung erfolgt.

10 Diese betreffen folgende Massnahmen: Nationale Forschungsschwerpunkte (zusätzliche Förderung des Wissens- und Technologietransfers), Ausbildungsmassnahmen im Bereich des Hochleistungsrechnens an den Universitäten, Neueinlagen in den Fonds für Regionalentwicklung, Landwirtschaftliche Strukturverbesserungen, Eisenbahninfrastruktur der konzessionierten Transportunternehmungen (Betrieb und Infrastruktur), Natur und Landschaft (Aufwertung von Lebensräumen und Revitalisierungen im Gewässerbereich), Wald (ökologische Aufwertungsmassnahmen).

11 Da es um die kurzfristigen Wirkungen der Fiskalpolitik gehen soll, kann aufgrund von Preis- und Lohnrigiditäten ein konstantes Preisniveau unterstellt werden (s. z.B. Hesse 1998, 84ff).

Die gegenwärtige Rezession in der Schweiz ist durch die weltweit einbrechende Nachfrage, also einen Nachfrageschock aus dem Ausland zu erklären. Die Fiskalpolitik kann die Wirkung dieses Nachfrageschocks dämpfen. Das Ausmass der Wirkung der Fiskalpolitik hängt von verschiedenen Faktoren ab. Zunächst einmal ist die Annahme des keynesianischen Grundmodells zentral, dass die Konsumausgaben der privaten Haushalte vom laufenden Einkommen abhängig sind. Sowohl die Steuern als auch die Ausgaben der Sozialwerke beeinflussen das laufende Einkommen und damit den Konsum, wenn die beschriebene keynesianische Konsumhypothese gilt. Unter dieser Voraussetzung beeinflussen gemäss keynesianischem Grundmodell verschiedene Faktoren die Wirksamkeit der Fiskalpolitik. Die folgenden Ausführungen gehen davon aus, dass die Wirtschaft in einen Abschwung gleitet. Die Wirkung der Fiskalpolitik ist dann um so grösser, je:

- A. grösser der Staatssektor ist. Zum Beispiel kann ein Staat, der grosszügig Transfers über die Arbeitslosenversicherung gewährt, Konjunkturschwankungen tendenziell besser glätten. Wenn davon ausgegangen wird, dass ein grösserer Staatssektor bei der Konjunkturstabilisierung hilft, wird implizit angenommen, dass es eine positive Korrelation zwischen dem Verhältnis der automatischen Stabilisatoren am BIP und der Staatsgrösse gibt.
- B. stärker die Progressivität des Steuersystems ausgestaltet ist.
- C. höher die Konsumneigung der privaten Haushalte für inländische Güter (bzw. je geringer die Sparneigung) ist.
- D. geringer die Konsumneigung der Haushalte für Importgüter und die Importquote sind. Die Importquote ist ein Mass für die Offenheit einer Volkswirtschaft.
- E. stärker die Neigung der privaten Haushalte, Geld als Wertaufbewahrungsmittel zu halten und Ersparnisse zu bilden, vom Zinssatz abhängig sind, und je geringer die Zinsabhän-

gigkeit der Investitionen ist. Ersteres erleichtert die zusätzlich notwendige Kreditaufnahme des Staates im Inland und dämpft zusammen mit dem letzteren Punkt ein partielles « Crowding out » der Investitionen.

- F. je geringer die Exporte auf den Wechselkurs der heimischen Währung und je weniger die internationalen Kapitalbewegungen auf eine Zunahme des inländischen Zinssatzes reagieren. Führt eine expansive Fiskalpolitik zu einem Zinsanstieg, können aufgrund der angestiegenen Rendite Kapitalimporte aus dem Ausland angelockt werden. Die zunehmenden Kapitalimporte können eine Aufwertung der heimischen Währung nach sich ziehen, was zu einer Verdrängung von Exporten (« Crowding out ») durch die von der Fiskalpolitik ausgelösten Nachfrage führen kann.

Kein Effekt der Fiskalpolitik wird erwartet, wenn sich die Haushalte an ihrem permanenten Einkommen orientieren und die Ricardianische Äquivalenz gilt. In diesem Fall erwarten die Haushalte, dass Staatsdefizite in der Rezession in der Zukunft durch eine höhere Steuerbelastung gegenfinanziert werden und damit ihre Nachkommen belastet werden. Um den Konsum ihrer Familie über den Konjunkturzyklus glätten zu können, sparen sie das durch eine expansive Fiskalpolitik generierte Einkommen. In diesem Fall reagieren die Haushalte nicht mit zusätzlichem Konsum auf eine vorübergehende Erhöhung ihres Einkommens (s. z.B. di Bella, 2002, 6).

Jedoch wird aus verschiedenen Gründen bezweifelt, dass die Ricardianische Äquivalenz, wonach die Fiskalpolitik neutral ist, gültig ist, weil einige Voraussetzungen für Ricardianische Äquivalenz wie die Bildung rationaler Erwartungen, vollständige Voraussicht und vollkommene Sicherheit nicht erfüllt sind (z.B. Carlin und Soskice, 2006, 180f.). So können private Haushalte kurzfristig sein. In diesem Fall denken die Haushalte nicht über mögliche Folgehandlungen der Regierung nach. Ein weitaus wichtigeres Argument in Zusammenhang mit der Konjunkturwirksamkeit der Fiskalpolitik ist jedoch eine mögliche Kreditbeschränkung privater Haushalte aufgrund von

unvollkommener Voraussicht und Information. Wenn die privaten Haushalte aufgrund von Kreditbeschränkungen Ausgaben nicht tätigen können, werden sie die staatlichen Transfers für diese Ausgaben verwenden. Selbst wenn keine Kreditbeschränkung besteht, lässt sich vorstellen, dass Haushalte, die geplante Anschaffungen aufgrund der Rezession aufschieben wollten, diese vornehmen, wenn ihnen zusätzliches Einkommen zur Verfügung steht. Hier spielt unter anderem eine Rolle, dass private Haushalte einen anderen Zeithorizont für ihre Planungen als der Staat haben, womit eine notwendige Voraussetzung für die Gültigkeit der Ricardianischen Äquivalenz verletzt wird.

Selbst wenn die theoretischen Voraussetzungen für Ricardianische Äquivalenz gegeben sind, hält nach Akerlof (2007) die Ricardianische Äquivalenz nicht, wenn sich die Individuen an sozialen Normen orientieren. Wird nun unterstellt, dass eine soziale Norm besteht, wonach Individuen aus Geschenken Nutzen ziehen, würde es für Eltern rational sein einen Teil eines staatlichen Transfers schon in der Gegenwart ihren Kindern zu schenken und den Transfer nicht vollständig für den zukünftigen Konsum ihrer Kinder zu sparen. Die Eltern würden also ihren Nutzen aus einem Geschenk für ihre Kinder für den gegenwärtigen Konsum gegenüber dem Nutzen ihrer Kinder aus dem Zukunftskonsum, also der Ersparnis, abwägen und entsprechend aufteilen.

Wird berücksichtigt, dass ricardianische Effekte nur unter sehr restriktiven Bedingungen auftreten dürften, kann davon ausgegangen werden, dass die Wirksamkeit der Fiskalpolitik kurzfristig nicht wesentlich durch diese Effekte beeinträchtigt wird.¹²

3.3.2 La politique monétaire

La Banque nationale Suisse (BNS) conduit la politique monétaire dans l'intérêt général du pays. Elle assure la stabilité des prix. Ce faisant, elle tient compte de l'évolution de la conjoncture.

La BNS met en œuvre sa politique monétaire en influant sur le niveau des taux d'intérêt du marché monétaire en francs. Pour ce faire, elle pilote son taux directeur, qui est un taux interbancaire (le Libor¹³ à trois mois). La BNS pilote indirectement ce taux d'intérêt interbancaire en fixant les taux d'intérêt auxquels les banques peuvent emprunter des liquidités à court terme à la BNS (les taux repos¹⁴). En modifiant le taux repo, la BNS cherche à agir sur le taux interbancaire, et indirectement sur le taux d'intérêt auquel les banques prêtent à leurs clients, et ainsi sur les investissements privés. Tous les instruments ordinaires que la BNS utilise pour mettre en œuvre sa politique monétaire sont fondés sur les repos qui sont équivalents à des prêts. En plus de ces instruments ordinaires, la BNS dispose d'autres instruments consistant en achats ou ventes, tels que les opérations au comptant et à terme sur devises, swaps devises contre francs, émission de

12 Als ein Indiz für die Unwirksamkeit Ricardianischer Effekte kann z.B. der sich abzeichnende Erfolg der im Rahmen des jüngsten Konjunkturpakets der deutschen Bundesregierung beschlossenen Abwrackprämie für Altfahrzeuge gesehen werden. Diese Prämie stellt einen vorübergehenden, wenn auch zweckgebundenen, Einkommenszuwachs für private Haushalte dar. Nach Überschlagsrechnungen dürften die Neuzulassungen inländischer Hersteller aufgrund der Abwrackprämie um ungefähr 10 %, d.h. ca. 250 000 Fahrzeuge, ansteigen. Der geschätzte Multiplikator für die Abwrackprämie läge dann bei ungefähr 2,5, was trotz sicherlich vorhandener Mitnahmeeffekte ein gutes Kosten-Nutzen-Verhältnis darstellt (s. Fricke, Financial Times Deutschland (FTD), 20.2.2009).

13 Libor signifie « London interbank offered rate ». Il s'agit, pour une devise et une échéance donnée, du taux moyen auquel un échantillon de grandes banques établies à Londres prête (pour un montant du prêt raisonnable) à d'autres grandes banques sans que le prêt soit gagé par des titres.

14 Lorsqu'elles empruntent des liquidités auprès de la Banque nationale, les banques doivent déposer des titres comme garantie. C'est pourquoi l'on parle de pensions de titres. Techniquement, l'opération se passe de la façon suivante : l'emprunteur vend ces titres à la Banque nationale et s'engage simultanément à les racheter à la fin de la durée d'emprunt. Repo signifie « repurchase agreement ».

propres bons productifs d'intérêts, ou achat et vente de valeurs mobilières libellées en francs. Ainsi, la BNS mène d'ordinaire sa politique monétaire par des prêts; elle peut aussi acheter ou vendre, mais elle n'est jamais sensée donner.¹⁵ Ces instruments constituent différents canaux pour injecter ou retirer de la liquidité dans l'économie. En ce qui concerne la source de ces liquidités, rappelons que la BNS dispose du monopole pour l'impression des billets de banque suisses.

La BNS a récemment plusieurs fois abaissé la marge de fluctuation de son taux directeur qui est passé à 0 %–0,75 %. Elle entreprend tout pour l'amener progressivement dans la zone inférieure de cette marge de fluctuation, soit autour de 0,25 %. La BNS ne peut donc guère le baisser encore davantage. Ceci ne signifie pas qu'elle n'ait plus de moyens d'action. La BNS a annoncé qu'elle achètera des devises sur le marché des changes pour empêcher une appréciation supplémentaire du franc face à l'euro. Elle va aussi « acquérir des obligations en francs suisses de débiteurs privés »¹⁶ (ce qui est exceptionnel en Suisse) afin de provoquer un relâchement des conditions sur le marché des capitaux. Il s'agit de réduire les intérêts sur ces obligations, qui, à cause de la prime de risque, peuvent être sensiblement plus élevés que les taux d'intérêts sans risque. La BNS commence donc à utiliser des instruments non standard. En achetant des titres plus risqués qu'auparavant, la BNS s'expose à subir des pertes si le risque à la baisse se réalise. A ces dangers s'ajoute le risque inflationniste habituel (qu'il faut apprécier en tenant compte d'un éventuel risque pour l'économie de sombrer dans la déflation).

Lorsque le taux d'intérêt nominal visé par une banque centrale (il s'agit généralement d'un taux d'intérêt à court terme peu ou pas risqué) est nul, il n'est plus possible de baisser encore davantage ce taux nominal. Il reste toutefois plusieurs approches:¹⁷

– **Baisser le taux d'intérêt réel**

Le taux d'intérêt réel peut être baissé (même en dessous de zéro) si la banque centrale peut faire en sorte que les agents révisent à la hausse leurs anticipations concernant l'inflation. Mais chacun sait qu'une fois la crise passée, la banque centrale aura intérêt à viser la stabilité des prix. Il est donc difficile pour elle de s'engager de façon crédible à maintenir un niveau élevé d'inflation pendant une période qui se prolongera vraisemblablement au delà de la durée de la crise. Ceci est particulièrement difficile pour des banques centrales comme la BNS qui ont la réputation de veiller à la stabilité des prix. Notons que lorsque le taux d'intérêt à court terme (sans risque) est nul, la monnaie devient parfaitement substituable aux dettes de court terme (et sans risque). Injecter de la monnaie en échange de telles dettes n'aura donc aucun effet tant que le taux d'intérêt reste nul (à moins de pouvoir s'engager de façon crédible à ne pas retirer cette monnaie lorsqu'elle engendrera de l'inflation).¹⁸

– **Baisser les autres taux d'intérêt nominaux : taux à long terme**

Injecter de la monnaie en achetant des obligations publiques de long terme permettrait d'exercer une pression à la baisse sur leur taux.

15 Les banques centrales disposent toutefois de moyens détournés pour donner plutôt que simplement prêter, en payant trop cher des actifs, ou en assumant un risque sans faire payer la prime de risque correspondante.

16 Communiqué de presse du 12 mars 2009. http://www.snb.ch/fr/mmr/reference/pre_20090312/source/pre_20090312.fr.pdf

17 On trouvera le point de vue de la BNS sur ces approches dans le discours de Philipp Hildebrand du 21 janvier 2009 : « Handlungsfähigkeit der Nationalbank in der Krise ». Disponible sur http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20090121_pmh/source/ref_20090121_pmh.de.pdf

18 Selon le Bulletin mensuel de statistiques économiques de la BNS de février 2009 » (http://www.snb.ch/ext/stats/statmon/pdf/defr/E3_Kassazinssaetze_von_Obligationen.pdf), le rendement des obligations de la Confédération à 2 ans est actuellement faible (0,45 % en fin janvier 2009). Injecter de la monnaie en achetant des obligations de la Confédération à deux ans n'aurait donc que peu d'effet.

Par ailleurs, cette monnaie serait plus liquide que les obligations qu'elle remplacerait. La banque centrale prendrait toutefois le risque de ne pas pouvoir inverser cette transaction aux mêmes conditions lorsqu'il s'agira de retirer des liquidités du marché. De plus, il peut être problématique pour une banque centrale de faciliter les conditions de financement de l'Etat.¹⁹

– **Baisser les autres taux d'intérêt nominaux : risque de défaut**

En général, une entreprise risque davantage de faire défaut sur sa dette que l'Etat. C'est pourquoi les entreprises paient généralement une prime de risque qui s'ajoute au taux d'intérêt de l'obligation publique de durée identique. Toutes choses étant égales par ailleurs, une baisse des taux d'intérêts sur les obligations publiques à long terme aurait aussi un impact indirect sur les taux d'intérêts que les entreprises paient sur leurs emprunts. Mais un niveau élevé du taux d'intérêt payé par les entreprises peut être surtout dû à la prime de risque. Dans ce cas, la banque centrale peut préférer influencer plus directement le taux d'intérêt payé par les entreprises en achetant des obligations d'entreprises (elle peut aussi préférer les obligations privées aux obligations publiques pour mieux garantir sa propre indépendance). L'impact de la politique monétaire est alors peut-être davantage lié aux risques que la banque centrale prend (qui réduit ainsi la quantité de risques sur le marché) plutôt qu'à l'injection de monnaie en soi.

– **Influencer les taux de change**

La banque centrale peut aussi stimuler l'économie en réduisant la valeur de sa monnaie comparée à d'autres monnaies ou en évitant une appréciation, c'est-à-dire en agissant sur le taux de change. Indépendamment de son impact sur la compétitivité, une augmentation du prix des importations a un impact favorable sur la stabilité des prix en cas de déflation. La banque centrale s'expose toutefois au risque de change. De telles actions sur les taux de changes doivent se faire en concertation avec les banques centrales étrangères, pour éviter une série de dévaluation compétitive. En effet, tous les pays ne peuvent pas simultanément affaiblir leur monnaie relativement aux autres.²⁰

Notons que la BNS est déjà intervenue sur le marché des changes dans le passé. Tenter d'agir sur d'autres taux d'intérêts que son taux directeur constitue par contre une innovation.²¹

3.3.3 Politiques budgétaire et monétaire : quel est le meilleur instrument pour stabiliser l'économie ?

On considère généralement que la politique monétaire est mieux placée que la politique budgétaire pour stabiliser la conjoncture. Les raisons principales sont les suivantes :

– **Rapidité**

La prise de décision en matière de politique budgétaire prend ordinairement tellement de temps que les mesures conjoncturelles risquent de ne pas déployer leurs effets avant que la

19 La banque centrale américaine a récemment annoncé qu'elle achètera des obligations publiques de long terme. La BNS par contre, lorsqu'elle a récemment annoncé qu'elle achètera des obligations, a explicitement précisé que ce ne sera que des obligations de débiteurs privés. Les intérêts sur les obligations de la Confédération à 10 ans sont actuellement nettement plus élevés que zéro (2,22 % en fin janvier 2009).

20 La BNS souligne qu'elle vise uniquement à empêcher une appréciation du franc suisse.

21 Notons ce que dit le FMI concernant ces instruments non standard : « There are, however, constraints associated with such policies [unconventional measures] in Switzerland. In particular, the depth of corporate and confederation bond markets is limited, and selecting private sector paper may be complicated. In addition, there is little evidence of distortions in credit markets as supply of mortgage financing – the dominant form of domestic credit – has remained stable. In any case, these measures need to be chosen so as to avoid putting stress on the SNB's balance sheet and contributing to distortions in the markets ». Cette citation est tirée de FMI (2009), « Article IV Consultation, Conclusions of the Mission », <http://www.imf.org/external/np/ms/2009/030909.htm>

conjoncture se retourne d'elle-même. Par contre, la politique monétaire agit d'ordinaire plus rapidement. Les mesures de politique monétaire prennent certes du temps pour agir sur l'économie, mais ceci est d'ordinaire compensé par le fait que les décisions de politique monétaire peuvent être prises rapidement.²² Ceci permet d'agir ponctuellement de façon rapide, mais aussi de modifier fréquemment les taux d'intérêt si cela est nécessaire. La raison fondamentale pour laquelle la prise de décision est plus lente pour la politique budgétaire est que, contrairement à la politique monétaire, elle consiste souvent à donner. Or choisir à qui donner peut susciter de longues discussions.²³ Lors d'une crise exceptionnellement grave, les décisions de politique budgétaire peuvent toutefois être prises rapidement, au point que leurs impacts peuvent se faire sentir avant ceux de la politique monétaire. De plus, si la crise réelle est prévisible, alors il est possible de prendre des décisions de politique budgétaire avant que la crise ne touche de plein fouet l'économie réelle.

– **Réversibilité**

Comme en principe les banques centrales prêtent (des liquidités) mais n'en donnent pas, ses opérations sont plus facilement réversibles que celles de la politique budgétaire. En effet, les bénéficiaires des subventions et baisses d'impôt tenteront de s'opposer à ce que ces mesures soient abrogées lorsque la crise sera terminée. Même si les mesures de politique budgétaire conjoncturelle restent transitoires, l'argent donné l'est définitivement. Il en résulte une augmentation de l'endettement durant la

crise. Dans la mesure où la banque centrale se contente de prêter sans prendre de risques, elle peut par contre inverser les opérations qu'elle a effectuées et sortir indemne de la crise.

Que valent ces arguments en Suisse dans la crise actuelle ? L'argument de la rapidité de la politique monétaire n'est pas valable dans la crise actuelle puisque l'on savait suffisamment à l'avance que notre économie réelle sera touchée par la crise (la crise financière aux Etats-Unis met du temps pour se propager à l'économie réelle suisse) et que la gravité prévisible de la crise permet de prendre rapidement des décisions de politique budgétaire. L'argument de réversibilité de la politique monétaire a vraisemblablement moins de pertinence que d'habitude, puisque la BNS prend actuellement des risques. Le point décisif en faveur d'un rôle pour la politique budgétaire dans la crise actuelle est toutefois la détérioration des mécanismes de transmission monétaire, et surtout le fait que la BNS ne peut plus guère baisser son taux directeur. Elle dispose certes d'encore d'autres instruments, mais ceux-ci sont risqués. Comme le dit Paul Krugman: « Yes, there are other things the Fed could do – and it's doing them, on an awesome scale. But they're controversial, precisely because, unlike conventional monetary policy [open-market purchases of short-term government debt], they involve picking and choosing among potentially risky investments. And there's a much stronger case for fiscal policy than in normal times, because we don't know how well these unconventional measures will work ».²⁴ Lorsque l'on compare le rôle de la politique monétaire et de la politique budgétaire pour stabiliser l'économie lorsque le taux directeur de la BNS a atteint son plancher, il

22 Ainsi, Lucas affirme que « It [monetary policy] is fast and flexible. There is no other way that so much cash could have been put into the system as fast as this \$600 billion was, and if necessary it can be taken out just as quickly ». Il faut toutefois noter que la politique monétaire ne produit ses effets qu'après des délais longs (même s'ils sont moins longs en temps ordinaires que ceux de la politique budgétaire), variables, et incertains. Ceci empêche un « fine tuning ».

23 Notons qu'en Suisse se pose également la question de la coordination des politiques conjoncturelles des cantons entre elles, et avec la politique conjoncturelle de la Confédération.

24 Krugman Paul (2009), « What's in a name », 26 janvier, son blog, lien : <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/01/26/whats-in-a-name>

faut mettre en balance les défauts des mesures de politique budgétaire conjoncturelle avec ceux des instruments non standards de politique monétaire. Il ne s'agit pas nécessairement de choisir entre les politiques monétaire et budgétaire, mais plutôt de définir un « policy mix ». Dans les circonstances actuelles, il est souhaitable que les politiques monétaires et budgétaires soient toutes deux expansives.

Si l'on met en œuvre des mesures de politique budgétaire parce que la politique monétaire a atteint ses limites, alors il faut se demander si les raisons qui font que la politique monétaire a atteint ses limites ont des implications sur le type de politique budgétaire souhaitable. Partant de l'idée qu'une différence fondamentale entre la politique monétaire et la politique budgétaire est qu'en principe les banques centrales prêtent sans

donner (alors que les parlements peuvent décider de donner), on en déduit que bien cibler à qui on donne est crucial dans le choix des bonnes mesures de politique budgétaire conjoncturelle. Qu'elle se limite à prêter en échange de garanties ou qu'elle achète des actifs, la politique monétaire ne peut injecter de la liquidité qu'aux agents qui possèdent des actifs. Si le système financier fonctionne mal, ces liquidités ne se diffuseront pas dans l'économie. La politique budgétaire peut par contre donner de l'argent (éventuellement en échange d'une contrepartie, mais qui n'est alors généralement pas un actif financier), c'est-à-dire injecter des liquidités via des agents qui peuvent ne pas posséder d'actifs. La politique budgétaire doit donc viser à injecter des liquidités là où c'est utile pour relancer l'économie, mais où la politique monétaire ne peut pas (ou mal) le faire.

4 Automatische Stabilisatoren

In diesem Kapitel wird die Rolle automatischer Stabilisatoren im Rahmen der Budgets von Bund und Sozialversicherungen (ohne Kantone und Gemeinden) für die Schweizer Volkswirtschaft analysiert. Als automatische Stabilisatoren werden diejenigen Einnahme- und Ausgabenarten des Staates bezeichnet, welche vom Konjunkturverlauf der Volkswirtschaft abhängig sind und ohne diskretionäre Massnahmen zur Glättung von Konjunkturschwankungen beitragen. Typische Beispiele sind Steuereinnahmen und die Arbeitslosenversicherung. Dabei ist die Schweizer Arbeitslosenversicherung (ALV) selbst im Vergleich der europäischen Sozialstaaten gut ausgebaut, was die hohe Ersatzrate von 70 % oder mehr zeigt.²⁵ Neben den Ausgaben der ALV sind zu einem schwächeren Grade die Ausgaben der Alters- und Hinterlassenenversicherung (AHV) und der Invalidenversicherung (IV) sowie die Einnahmen der Sozialwerke konjunkturabhängig. Auf der Ebene des Schweizer Bundes soll durch die

Schuldenbremse gewährleistet werden, dass die Steuereinnahmen des Bundes als automatische Stabilisatoren wirken können.

Die automatischen Stabilisatoren können Konjunkturschwankungen dämpfen, wenn man sie wirken lässt. Dies bedeutet, dass der Staat in Rezessionen ein konjunkturbedingtes Defizit hinnehmen darf und in der Hochkonjunktur einen konjunkturbedingten Überschuss erwirtschaften muss. Als ein Vorteil automatischer Stabilisatoren gegenüber diskretionärer Fiskalpolitik wird ihre zeitnahe Wirkung (« timely ») angeführt. Darüber hinaus sind die automatischen Stabilisatoren temporärer Natur (« temporary ») und im Fall der ALV sogar zielgerichtet (« targeted »), indem sie Einkommensausfälle und damit einen massiven Kaufkraftverlust durch Arbeitslosigkeit teilweise kompensiert. Der Umfang der automatischen Stabilisatoren lässt sich anhand der folgenden Gleichung verdeutlichen.²⁶

$$\text{Primärer Haushaltssaldo} = \text{primärer struktureller Saldo} + \text{konjunkturbedingter Saldo}$$

Ein konjunkturbedingter Saldo resultiert, wenn eine positive (Überschuss) oder eine negative Outputlücke (Defizit) entsteht. Die Outputlücke ist die Differenz zwischen dem tatsächlichem Bruttoinlandsprodukt (BIP) und dem potentiellen BIP. Das potentielle BIP gibt eine Normalauslastung der Produktionskapazitäten an. Beim Konzept des potentiellen BIP wird zudem angenommen, dass in einer Ökonomie mit normalausgelasteten Kapazitäten das von der Zentralbank

angestrebte Inflationsziel eingehalten wird. Ein struktureller Haushaltssaldo kann hingegen auch bei geschlossener Outputlücke vorliegen. Ist der strukturelle Haushaltssaldo zu jedem Zeitpunkt über den Konjunkturzyklus ausgeglichen, hat die Fiskalpolitik über die automatischen Stabilisatoren hinaus keine konjunkturellen Wirkungen. Im Folgenden wird von dieser Arbeitshypothese, die auch konform zu den Anforderungen der Schuldenbremse ist, ausgegangen.

²⁵ Die Ersatzrate entspricht dem Anteil des von der ALV ausgerichteten Arbeitslosenentgelts am letzten versicherten Verdienst. Personen mit i) unterhaltspflichtigen Kindern, ii) einem Taggeld unter 140 CHF oder iii) Invalidität erhalten eine Ersatzrate von 80 %. Ansonsten beträgt die Ersatzrate 70 %. Der versicherte Verdienst ist auf 10 500 CHF pro Monat plafoniert.

²⁶ Im Primärsaldo werden die Passivzinsen nicht berücksichtigt.

Kasten 4.1: Umfang bzw. Fiskalstimulus, Fiskalimpuls und Wirkung automatischer Stabilisatoren

Der konjunkturbedingte Saldo aller öffentlichen Haushalte gibt den gesamten Umfang der automatischen Stabilisatoren in einer Volkswirtschaft an. Dieser Umfang wird in diesem Text auch als **Fiskalstimulus** automatischer Stabilisatoren bezeichnet. Soll hingegen gemessen werden, ob die automatischen Stabilisatoren gegenüber der Vorperiode expansiver oder restriktiver wirken, ist die Änderung des konjunkturbedingten Saldos gegenüber der Vorperiode relevant. Die Veränderung des Budgetsaldos wird im Allgemeinen als Fiskalimpuls bezeichnet. Umfang und **Fiskalimpuls** sind nur dann identisch, wenn in der Vorperiode das BIP dem Potential-BIP entspricht. Der Umfang bzw. der Fiskalstimulus automatischer Stabilisatoren entspricht zudem nicht ihrer volkswirtschaftlichen **Wirkung**, d.h. ihrer Wirkung auf das reale BIP und die Arbeitslosenquote. So kann ein Fiskalstimulus volkswirtschaftlich unwirksam sein, d.h. keinen Einfluss auf das reale BIP und die Arbeitslosenquote ausüben. Das Ausmass der Wirkungen gibt an wie stark konjunkturrell bedingte Schwankungen makroökonomischer Indikatoren wie das BIP oder die Arbeitslosenquote durch die automatischen Stabilisatoren gedämpft werden können. Wie in Abschnitt 3.3.1 gezeigt, hängt die Wirkung der Fiskalpolitik und damit ebenfalls der automatischen Stabilisatoren vom Verhalten der Wirtschaftssubjekte, Grösse und Struktur des Staatshaushalts und der Offenheit einer Volkswirtschaft ab. Sofern keine ricardianischen Effekte spielen, sollten Umfang und Wirkung grundsätzlich positiv miteinander korreliert sein. Unter dieser Voraussetzung bedeutet ein grösserer Umfang von automatischen Stabilisatoren in einer Volkswirtschaft eine grössere Wirkung.²⁷

In Abschnitt 4.1. wird anhand einiger makroökonomischer Daten für die Schweiz verdeutlicht, dass die automatischen Stabilisatoren trotz der Offenheit der Schweizer Volkswirtschaft einen spürbaren Beitrag zur Konjunkturstabilisierung leisten dürften. In Abschnitt 4.2 wird die konjunkturstabilisierende Wirkung der Schuldenbremse beschrieben. Im darauf folgenden Abschnitt 4.3

wird auf die konjunkturstabilisierende Wirkung von ALV und AHV/IV eingegangen. Eine ökonomische Analyse in Abschnitt 4.4 berechnet den Umfang der automatischen Stabilisatoren. Allerdings zeigt sich, dass diese Wirkung durch die zeitverzögerte Erhebung der direkten Bundessteuer beeinträchtigt werden kann. Im abschliessenden Abschnitt 4.5 wird ein Fazit gezogen.

²⁷ Diese Aussage gilt jedoch nicht uneingeschränkt für einen länderübergreifenden Vergleich. Existieren z.B. zwei Länder, die sich durch die Progressivität ihrer Steuersysteme unterscheiden, können die Wirkungen automatischer Stabilisatoren in dem Land mit dem progressiveren Steuersystem, sogar bei kleinerem Umfang der automatischen Stabilisatoren, grösser ausfallen.

4.1 Die Wirkung automatischer Stabilisatoren im Schweizer Fall – eine erste Einschätzung

Anhand der in Abschnitt 3.3.1 unter A.-F. erläuterten Einflussfaktoren für die Wirksamkeit der Fiskalpolitik soll nun eine erste Einschätzung für die Wirkung automatischer Stabilisatoren in der Schweiz gegeben werden (die Punkte A und B beeinflussen das Ausmass der automatischen Stabilisatoren, während die Punkte C bis F die Wirkung eines gegebenen Stimulus auf die Volkswirtschaft beeinflussen). Dabei wird bei der folgenden Argumentation von einer Rezession ausgegangen.

A. Grösse des Staatssektors

Misst man die Grösse des Schweizer Staatssektors an der Einnahmen- und Staatsquote, so ist die Grösse aller drei Staatsebenen inklusive Sozialversicherungen im OECD-Vergleich niedrig. So lagen im Jahr 2007 die Einnahmenquote mit 34,2 % des BIP um 4,7 BIP-Prozentpunkte unter dem OECD-Durchschnitt und die Staatsquote mit 32,9 % sogar 7,4 BIP-PP unterhalb des OECD-Durchschnitts (s. OECD Economic Outlook, 12/2008). Auf den Bund und die Sozialversicherung entfallen ungefähr die Hälfte des gesamten Staatssektors.²⁸ Die Staatsgrösse dürfte sich daher eher dämpfend auf die automatischen Stabilisatoren auswirken.

B. Progressivität des Steuersystems

In der Schweiz existiert mit der direkten Bundessteuer natürlicher Personen eine Steuer, welche stark progressiv ausgestaltet ist. Obwohl damit die Bundessteuer grundsätzlich eine ausgeprägte konjunkturglättende Wirkung haben dürfte, können Eigenschaften des Erhebungsverfahrens der Bundessteuer die Wirksamkeit einschränken (s. Abschnitt 4.4). Verstärkend dürften zudem die progressiv gestalteten kantonalen Einkommenssteuern wirken.

C. Konsumneigung der privaten

Die Schweiz hat im OECD-Vergleich gemessen am verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte eine niedrige Konsumquote (bzw. Konsumneigung). Im Jahr 2007 verausgabten die privaten Haushalte in der Schweiz durchschnittlich 88 % ihres verfügbaren Einkommens (s. OECD Economic Outlook, 12/2008). Der OECD-Durchschnitt lag bei ca. 95 %. Dies deutet bereits auf eine geringere Wirkung der automatischen Stabilisatoren in der Schweiz im Vergleich zu anderen OECD-Ländern hin. Entscheidend für die Wirkung der Stabilisatoren ist die marginale Konsumneigung, die angibt welchen Anteil ein Haushalt von einem zusätzlichen eingegangenen Franken für den Konsum verwendet. Schätzungen einerseits mit einem makroökonomischen Strukturmodell der Schweiz (Hartwig, 2004) und andererseits mit OECD-Daten (s. Appendix A1.1) deuten darauf hin, dass die marginale Konsumneigung in der Schweiz im Durchschnitt zwischen etwa 50 % und 60 % des verfügbaren Einkommens liegt. Demnach würden nur gut die Hälfte des durch die Stabilisatoren generierten zusätzlichen Einkommens durch die privaten Haushalte verausgabt. Jedoch ist zu bedenken, dass gemäss keynesianischer Konsumhypothese ärmere Haushalte tendenziell eine höhere Konsumneigung als reichere Haushalte aufweisen.

D. Importquote

Der Importanteil der Schweiz liegt gemessen an der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage über dem OECD-Durchschnitt. So ist der Importanteil der Schweiz im Jahr 2007 mit ca. 32 % im Vergleich zum OECD-Durchschnitt mit 21 % hoch. Zusammen mit der vergleichsweise niedrigen Konsumneigung der privaten Haushalte dämpft dies die Wirkung automatischer Stabilisatoren in der Schweiz.

28 Gemäss Finanzstatistik der öffentlichen Haushalte (Eidg. Finanzverwaltung).

E. «Crowding out» privater Investitionen

Sollen in der Rezession die automatischen Stabilisatoren wirken, müssen Defizite zugelassen werden, was zu einer Kreditaufnahme des Bundes und der Sozialversicherungen führt. In den 90er-Jahren hat der starke Anstieg der Staatsverschuldung nicht zu einem generellen Anstieg der Zinsen geführt. Dies lässt sich u.a. mit einem hohen Sparüberhang in der Schweiz erklären (s. Schuldenbericht, 2008, Anhang E). Hinzu kommt noch, dass eine zusätzliche Kreditaufnahme des Bundes aufgrund von automatischen Stabilisatoren relativ gering ausfallen dürfte. So ist in der Schweiz kaum ein «Crowding out» privater Investitionen durch die von automatischen Stabilisatoren ausgelöste zusätzliche Nachfrage zu erwarten. Entsprechend sind ebenfalls nicht wie im keynesianischen Grundmodell vorhergesagt zusätzliche Kapitalimporte aufgrund von Zinssatzerhöhungen zu erwarten.

F. «Crowding out» von Exporten

Da, wie im vorhergehenden Absatz E ausgeführt, zusätzliche Kapitalimporte aufgrund von Zinssatzerhöhungen kaum zu erwarten sind, dürfte es aus diesem Grund nicht zu einer Aufwertung des Schweizer Franken kommen (allerdings könnte die Safe Haven Funktion des Schweizer Franken zu einem gewissen Aufwertungsdruck führen). Folglich dürfte kein «Crowding out» der Exporte durch die von automatischen Stabilisatoren ausgelöste, zusätzliche Nachfrage zu erwarten.

Insgesamt lassen sich aus der Betrachtung der Faktoren, welche gemäss dem keynesianischen Grundmodell die Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren beeinflussen, für die Schweiz zwei wichtige Schlüsse ziehen. Dämpfend auf die Wirksamkeit automatischer Stabilisatoren wirken die im internationalen Vergleich hohen Sickerverluste durch die relativ geringe Konsumneigung der privaten Haushalte und die hohe Importneigung, also die grosse Offenheit der Schweizer Volkswirtschaft. Hingegen wird die Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren durch die

progressive Gestaltung des Steuersystems gefördert. Darüber hinaus erhöht sich die Wirksamkeit dadurch, dass weder das für die offene Volkswirtschaft im Modell vorhergesagte «Crowding out» der Exporte noch ein «Crowding out» privater Investitionen zu erwarten ist. Zudem ist ein durch die Fiskalpolitik ausgelöstes «Crowding out» aufgrund der folgenden Charakteristika des derzeitigen Abschwungs kaum denkbar. Der aktuelle Abschwung ist durch eine Reduktion der weltweiten Nachfrage ausgelöst worden. Damit sind die Exporte der Schweizer Volkswirtschaft unmittelbar unabhängig von Wechselkursänderungen betroffen. Weiterhin ist zu konstatieren, dass aufgrund der Finanzmarktkrise für Anleger nicht mehr die Renditemaximierung, sondern die Risikosicherung im Vordergrund steht. Dennoch kann es sektorspezifisch zu einer weiteren Art des «Crowding out» der privaten Investitionsnachfrage, z.B. in der Bauindustrie, kommen, wenn die durch expansive Fiskalpolitik ausgelöste staatliche Nachfrage auf ausgelastete Kapazitäten in der betreffenden Branche trifft. Für die automatischen Stabilisatoren auf der Bundesebene inkl. Sozialversicherungen dürfte diese Art des «Crowding out» jedoch kaum eine Rolle spielen, da die automatische Stabilisatoren nicht sektorspezifisch ausgerichtet sind. Aus diesen Überlegungen lässt sich folgern, dass die automatischen Stabilisatoren aufgrund der Charakteristika der Schweizer Volkswirtschaft sicherlich nicht am effizientesten wirken, jedoch genügend wirksam sein dürften, um einen spürbaren Beitrag zur Stabilisierung der Konjunkturschwankungen zu liefern.

4.2 Die automatischen Stabilisatoren im Rahmen der Schuldenbremse

Das Kernstück der Schuldenbremse besteht aus einer einfachen Regel: Über einen Konjunkturzyklus hinweg dürfen die Ausgaben nicht grösser sein als die Einnahmen. Der Höchstbetrag für den Ausgabenplafond wird an die Höhe der Einnahmen gebunden, korrigiert um einen Faktor, der die konjunkturelle Auslastung berücksichtigt (k-Faktor). Der k-Faktor entspricht dem Trend-BIP dividiert durch das aktuelle BIP. Im Aufschwung der Wirtschaft liegt der Ausgabenplafond unter den Einnahmen und der Bund muss «einen Überschuss» erwirtschaften. Umgekehrt lässt die

Formel in Zeiten eines Abschwungs ein Defizit zu. Die Ausgaben dürfen die Einnahmen übersteigen. Über einen ganzen Konjunkturzyklus ist die Rechnung somit ausgeglichen.

4.3 Automatische Stabilisatoren ausserhalb der Bundesrechnung

In diesem Abschnitt werden die Wirkungen von ALV, AHV und IV auf die Konjunktur skizziert. Dabei wird von der Analyse struktureller Effekte abgesehen. Die ALV ist wie in der Einleitung zu Kapitel 4 ausgeführt das typische Beispiel für einen automatischen Stabilisator.

ALV

Die Schweizer ALV ist ein gut ausgebauter automatischer Stabilisator. So rechnet das seco allein für die ALV für die Jahre 2009 und 2010 bei Arbeitslosenquoten von 3,8 % und 5,2 % mit einem Fiskalimpuls von 2,5 Milliarden im Jahr 2009 und 2,4 Milliarden im Jahr 2010, was in beiden Fällen rund 0,5 % des BIP entspricht. Dieser relativ ausgeprägte Fiskalimpuls ist insbesondere auf die Ausgabenseite zurückzuführen (s. auch Abschnitt 4.4.1). So ist etwa das Ersatz-einkommen, welches 70 %–80 % des letzten versicherten Verdienstes (bis zur Obergrenze von 10 500 CHF pro Monat beträgt), selbst im europäischen Vergleich hoch. Dies erklärt neben der breiten Abdeckung der Erwerbsbevölkerung durch die ALV das relativ deutliche Ausmass des vom seco geschätzten Fiskalimpulses.

Die Einnahmen der ALV werden über die Beiträge von Arbeitnehmern und Arbeitgebern (Sozialbeiträge), d.h. der Lohnsumme (inklusive Arbeitgeberbeiträge), von der Konjunktur beeinflusst. In einer Rezession steigt die Arbeitslosigkeit und die

Lohnzuwächse nehmen ab, was sich über die Lohnsumme auf die Einnahmen auswirkt. Die Einnahmen der ALV dürften jedoch weitaus träger als die Ausgaben auf die Konjunktur reagieren, da die Schwankungen der Arbeitslosenzahlen gemessen an der Anzahl ALV-Versicherter gering sind,²⁹ und aufgrund institutioneller Regelungen wie Gesamtarbeitsverträgen die Löhne erst verzögert auf die Konjunktur reagieren. Die damit insgesamt, sowohl volumenmässig als auch zeitlich, deutlich trägere Reaktion der Einnahmen bestätigt sich in einem Vergleich der Schwankungen der, um die Veränderungen des Beitragssatzes bereinigten, Einnahmen und der Ausgaben für die Jahre von 1998 bis 2007.³⁰ Danach betrug die mittlere jährliche Schwankung der Einnahmen lediglich ca. 90 Millionen CHF bzw. 0,02 % des BIP, während die Ausgaben um 1,4 Milliarden CHF bzw. 0,27 % des BIP schwankten.³¹ Somit erfolgt der wesentliche Anteil der Konjunktur stabilisierung der ALV über die Ausgabenseite, was auch durch die ökonometrische Analyse in Abschnitt 4.4.1 bestätigt wird. Einschränkend für die Wirksamkeit der ALV als automatischer Stabilisator kann jedoch die in Art. 90c des Arbeitslosenversicherungsgesetzes festgeschriebene Regelbindung sein, wonach der Beitragssatz zunächst automatisch erhöht (gesenkt) wird, wenn der Schuldenstand (das Eigenkapital) der ALV 2,5 % der beitragspflichtigen Lohnsumme überschreitet. Die Regelbindung der ALV kann somit prozyklisch wirken.

AHV / IV

Une augmentation du chômage n'a pas d'effet direct sur les dépenses de l'AVS puisque l'indexation des rentes ne dépend que de l'évolution des salaires réels et de l'inflation.³² Le chômage

29 So sind die Arbeitslosenzahlen im Zeitraum von 1998 bis 2007 im jährlichen Durchschnitt um ca. 32 000 geschwankt, was etwa knapp 1 % der ALV-Versicherten entspricht.

30 Die um die Beitragssätze bereinigten Einnahmen der ALV beruhen auf einer Schätzung des ÖT.

31 Wenn es nicht anders ausgeführt ist, wird im Folgenden als Referenzgrösse das nominale BIP des Jahres 2007 herangezogen.

32 L'indexation est calculée d'après un indice mixte (Mischindex) qui est la moyenne entre l'évolution des prix à la consommation et celle des salaires nominaux. Cette moyenne équivaut à une indexation à 100 % sur l'inflation et à 50 % sur l'évolution des salaires réels. Etant donné l'indexation aux salaires réels, l'adaptation des rentes tend à être plus faible en cas de récession qu'en l'absence de récession.

pénalise par contre les recettes AVS puisqu'un chômeur ne paie plus ses cotisations AVS sur son ancien salaire, mais sur les prestations qu'il reçoit de l'assurance chômage (prestations qui sont nettement inférieures à son ancien salaire). Cette baisse des recettes, alors que les dépenses restent constantes, engendre un déficit anticyclique.

Une mauvaise conjoncture peut aussi limiter l'indexation des rentes en réduisant la croissance des salaires. Cet impact à la baisse sur les dépenses a un effet procyclique. Cet effet est toutefois plus que compensé par l'impact des salaires sur les recettes. En effet, l'évolution des salaires réels n'est prise en compte que partiellement lors de l'indexation des rentes, alors qu'elle influence pleinement les recettes.³³ De plus, les rentes ne sont pas indexées chaque année (elles le sont en principe tous les deux ans). L'impact de l'évolution des salaires sur les dépenses n'est donc pas nécessairement immédiat, alors qu'il est immédiat sur les recettes.

Il faut aussi tenir compte du fait que les fluctuations des recettes reflètent les fluctuations de la masse salariale (sur laquelle sont prélevées les contributions de l'AVS) qui fluctue généralement avec un retard sur le PIB. Ce retard qui perturbe l'effet stabilisateur de l'AVS est le même que pour les recettes de l'assurance chômage. Notons que les fluctuations du marché du travail (chômage) suivent généralement celles du PIB. Ce retard n'est pas seulement propre à l'AVS, mais aussi à

d'autres stabilisateurs, tels que l'assurance chômage.

Les recettes de l'AVS et de l'assurance chômage réagissent à la conjoncture toutes deux comme la masse salariale. Toutefois, alors que cette réaction des recettes est la source principale du caractère stabilisateur de l'AVS, le caractère stabilisateur de l'assurance chômage est principalement dû au fait que les dépenses sont très sensibles à la conjoncture. L'AVS réagit donc moins que l'assurance chômage à la conjoncture. Mais le budget de l'AVS est plus grand que celui de l'assurance chômage.³⁴ En principe, ceci pourrait partiellement compenser la plus faible sensibilité de l'AVS à la conjoncture. Empiriquement, pour la comparaison entre l'AVS et l'assurance chômage, la relative faiblesse de la sensibilité de l'AVS à la conjoncture domine très nettement l'effet d'un budget supérieur (voir §4.4).

En conclusion, le solde de l'AVS devrait donc avoir un comportement anticyclique. Les calculs présentés au §4.4 montrent que l'AVS joue effectivement un rôle stabilisateur, quoique de faible ampleur.

La réflexion concernant le rôle de stabilisateur automatique de l'AI est similaire à celle de l'AVS. Il faut toutefois tenir compte de certaines différences qui peuvent tendre à augmenter ou réduire l'impact stabilisateur de l'AI comparé à celui de l'AVS :

33 Nous argumentons ici que les recettes AVS réagissent davantage que les dépenses à un choc des salaires réels. La situation peut toutefois être différente en cas de choc sur l'inflation. Si par exemple le seul choc est une baisse des prix qui n'est pas répercutée dans les salaires nominaux, alors les recettes ne réagiront pas (puisque la masse salariale n'a pas changé), alors que les dépenses réagiront (en répercutant la moitié de la baisse des prix)

34 Même si on tient compte du fait qu'un montant d'environ 20 % des recettes et dépenses AVS transitent par le compte financier de la Confédération, et n'engendrent donc pas de déficits..

- Augmenter
Le nombre d'invalides pourrait en principe dépendre de la conjoncture alors que cela n'est pas le cas pour les rentiers AVS.³⁵
- Réduire
Le budget de l'AI est plus faible que celui de l'AVS, et la contribution de la Confédération représente environ 38 % des dépenses AI contre environ 20 % des dépenses de l'AVS).

4.4 Umfang und Wirkung der automatischen Stabilisatoren

Wie in Abschnitt 4.1 dargelegt, sind in der Schweiz insbesondere aufgrund der vergleichsweise hohen Sparneigung und der grossen Offenheit der Schweizer Volkswirtschaft deutliche Sickerverluste der automatische Stabilisatoren zu erwarten. Andererseits dürfte kaum mit einem « Crowding out » von Investitionen und Nettoexporten gerechnet werden. Zudem kann die Progressivität der direkten Bundessteuer die Wirkung der automatischen Stabilisatoren verstärken. In diesem Abschnitt werden die Ergebnisse einer empirischen Untersuchung des ÖT sowohl zum Umfang als auch zur Wirkung der automatischen Stabilisatoren von Bund und Sozialversicherungen dargelegt. Dabei konzentriert sich unsere Untersuchung auf diejenigen automatischen Stabilisatoren, welche den grössten Anteil an der Wirkung der passiven Fiskalpolitik ausmachen sollten. Dieses sind aufgrund der Ausgestaltung der Schuldenbremse die Bundeseinnahmen in toto, die direkte Bundessteuer sowie die Mehrwertsteuer und die Arbeitslosenversicherung. Wie in Abschnitt 4.3 schon ausgeführt betrifft dies bei letzterer insbesondere die Ausgabenseite. Daneben wurden auch für die AHV Schätzungen vorgenommen. Die Untersuchungen beziehen sich aufgrund der Datenverfügbarkeit auf den Zeitraum von 1975 bis 2007 für die Bundeseinnahmen, für die ALV auf die Periode von 1994 bis 2007 und für die AHV von 1980 bis 2007.

Leider sind in der jüngeren Zeit praktisch keine Studien zu den automatischen Stabilisatoren in der Schweiz vorgelegt worden. Eine Anfrage bei der Konjunkturforschungsstelle (KOF) ergab, dass auch KOF-intern keine Analysen dazu durchgeführt worden sind. Vom seco ist jüngst zu diesem Thema eine interne Studie verfasst worden. Die vom seco vorgelegte Studie (Ammann, 2008) schätzt dabei den mittleren absoluten Umfang der automatischen Stabilisatoren für Bund, Kantone und Gemeinden und die Sozialversicherungen für die Jahre von 1994 bis 2007 auf ca. 0,5 % bis 0,6 % des BIP, also ca. 2–3 Milliarden CHF. Die Studie des seco untersucht die Rolle und das Ausmass der automatischen Stabilisatoren in der Schweiz. Dazu werden zwei Methoden verwendet. Bei der ersten Methode werden zyklische und irreguläre Komponenten der aggregierten Einnahmen- und Ausgabenreihen geschätzt. Die zweite Methode schätzt die Nettoeffekte der automatischen Stabilisatoren aufgrund des gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrades (Output gap). Bei den Nettoeffekten handelt es sich um die Summe von positiven und negativen Stabilisierungseffekten (einige Einnahmen- und Ausgabenkomponenten können in systematischer Weise der Wirkung der automatischen Stabilisatoren partiell entgegenwirken). Die Analyse des seco unterscheidet sich bzgl. Stichprobe, Untersuchungsgegenstand, -methodik und Fragestellung von der Arbeit des ÖT. Insbesondere steht bei der Analyse des ÖT nicht die Frage nach dem mittleren Umfang der automatischen Stabilisatoren in der Vergangenheit im Vordergrund, sondern vielmehr die Frage wie die automatischen Stabilisatoren auf eine bestimmte Veränderung des BIP reagieren. Denn eine Schätzung des mittleren absoluten Umfangs der automatischen Stabilisatoren für die Vergangenheit ist natürlich vom Umfang der vergangenen konjunkturellen Fluktuationen abhängig. Um zu berechnen, wie die automatischen Stabilisatoren auf eine bestimmte Veränderung des BIP reagieren, verwenden wir im Unterschied zum seco eine

35 Cette dépendance du nombre de rentiers AI en fonction de la conjoncture était vraisemblablement plus forte dans le passé, quand l'AI servait partiellement de substitut à l'assurance chômage. L'âge de la retraite pourrait à l'avenir dépendre de la conjoncture si l'AVS est réformée pour permettre une flexibilisation de l'âge de la retraite.

Regression (Ammann, 2008).³⁶ Zudem geht die Untersuchung in diesem Abschnitt über die Studie des *seco* insofern hinaus, als zusätzlich zum Umfang nach den volkswirtschaftlichen Wirkungen (Multiplikatoreffekte) der automatischen Stabilisatoren gefragt wird. Die OECD hat ebenfalls Zahlen zu den automatischen Stabilisatoren verschiedener Länder, darunter der Schweiz, publiziert.³⁷

Im folgenden Abschnitt 4.4.1 wird der Umfang von ALV, Bundeseinnahmen und AHV als Reaktion auf eine bestimmte Veränderung des realen BIP geschätzt, während in Abschnitt 4.4.2 nach den Wirkungen dieser automatischen Stabilisatoren auf das reale BIP gefragt wird. Eine zentrale Erkenntnis der Analyse in Abschnitt 4.4.1 ist, dass der Fiskalstimulus der direkten Bundessteuer bei konjunkturellen Wendepunkten aufgrund von Zeitverzögerungen bei der Erhebung weniger antizyklisch wirken kann. Im Rahmen der Schuldenbremse wird dieser Effekt jedoch weitgehend neutralisiert. Zudem lässt sich statistisch eine konjunkturglättende Wirkung der automatischen Stabilisatoren nachweisen (s. Abschnitt 4.4.2).

4.4.1 Umfang der automatischen Stabilisatoren

Um den Umfang bzw. den Fiskalstimulus der automatischen Stabilisatoren zu messen, bedarf es zunächst einer Messung der kurzfristigen Elastizität der entsprechenden Fiskalgrössen mit Bezug auf das reale BIP. Dabei dient das BIP einerseits als Indikator für den Konjunkturverlauf

und andererseits als Proxy für die Einnahmenbasis der konjunktursensitiven Bundessteuern. In diesem Zusammenhang bietet es sich zudem an die Relevanz von Zeitverzögerungen bei der Erhebung der Bundessteuern, aber auch die möglicherweise verzögerte Wirkung von im Konjunkturverlauf nachlaufenden Indikatoren, insbesondere den Arbeitsmarktvariablen, auf die ALV zu untersuchen.

In Tabelle 4.1 sind die wichtigsten Ergebnisse der empirischen Untersuchungen zusammengefasst. Die Elastizitäten der automatischen Stabilisatoren sind ermittelt worden, indem die Veränderungsrate der jeweiligen mit dem BIP-Deflator bereinigten automatischen Stabilisatoren auf die Wachstumsrate des realen BIP regressiert wurden.³⁸ Die Schätzungen sind mit realen Grössen durchgeführt worden, da einerseits der *k*-Faktor die Bundeseinnahmen nur um reale Konjunkturläufe bereinigt und andererseits die Analyse der Effekte der automatischen Stabilisatoren auf reale ökonomische Grössen wie das reale BIP im Vordergrund steht. Im Fall der Bundeseinnahmen und der Bundessteuern sind Zeitreihen verwendet worden, die um Sondereffekte etwa Darlehen an die ALV oder den Zweijahresrhythmus beim Praenumerandoverfahren der direkten Bundessteuer, bereinigt worden sind. Es ist bei der Interpretation der Zahlen zu berücksichtigen, dass der Umfang des Bundeshaushalts (Total Ausgaben bzw. Total Einnahmen) gut 10 % des BIP entspricht.

³⁶ Mit Hilfe ökonomischer Analysen (Regressionen) können ökonomische Zusammenhänge auf Basis vergangener Daten identifiziert werden. Allerdings ist zu erwähnen, dass sich diese Zusammenhänge z.B. aufgrund von Strukturbrüchen in den Daten ändern können. Das kann zur Verzerrung der Schätzungen führen, wenn diese Strukturbrüche nicht berücksichtigt werden. Um diesem Problem zu begegnen, sind die Bundeseinnahmen um Sondereffekte bereinigt worden (s. unten).

³⁷ Girouard et André (2005)

³⁸ Da kein Deflator für die Bundeseinnahmen und die ALV-Einnahmen bzw. -Ausgaben zur Verfügung steht, sind diese Fiskalvariablen mit dem BIP-Deflator preisbereinigt worden. Damit wird implizit unterstellt, dass sich, abgesehen von Zeitverzögerungen, Preisänderungen im BIP und in den Fiskalvariablen in gleicher Weise niederschlagen.

Tabelle 4.1: Umfang der automatischen Stabilisatoren^{39, 40}

	Elastizität $dE/dY*(Y/E)$ (1 Jahr = kurz- fristig,)	zeitl. Verzögerung	Veränderung des Defizits bei 1 %-igem BIP-Rückgang	
			in Mio. CHF der Rechnung 2007	in % des BIP 2007
1. Finanzhaushalt der Bundes				
Direkte Bundessteuer (DBSt) *	2,7	1–3 J.	409	0,08
Mehrwertsteuer	1,0	keine	197	0,04
<i>Total Fiskaleinnahmen *</i> (ohne Verrechnungssteuer und Stempelabgaben)	1,3	0–3 J.	604	0,12
Total Einnahmen	1,19	keine	691	0,13
2. Arbeitslosenversicherung (ALV)				
Einnahmen ALV **	1,42	0–1 Jahr	77	0,02
Ausgaben ALV	-22,6	0–1 Jahr	1186	0,23
Total ALV	21,18		1109	0,25
3. Diverse				
Total Einn. + Ausg	0,38		117	0,02
4. Total				
Finanzhaushalt und Sozialversicherungen			1917	0,4
<i>davon im selben Jahr</i>			1190	0,25
<i>davon um ein Jahr verzögert</i>			755	0,15

*) Bei Annahme, dass die Reaktion der Einnahmen in einem Jahr t durch die Reaktion der Einnahmen in den Vorjahren beeinflusst wird. Wenn z.B. 50 % der Einnahmen eines Veranlagungsjahres bereits im Jahr $t-1$ eingegangen sind, können nur noch 50 % der Einnahmen dieses Veranlagungsjahres in den weiteren Jahren eingehen.

**) Bei den angegebenen, als statistisch signifikant geschätzten, Elastizitäten handelt es sich um den Zusammenhang zwischen der Lohnsumme und dem BIP. Zwischen den ALV-Einnahmen und dem BIP ist kein signifikanter Zusammenhang nachweisbar, was auf eine geringe Anzahl von Beobachtungen (14) zurückzuführen sein kann. Jedoch sollten die BIP-Elastizitäten der Lohnsumme den BIP-Elastizitäten der ALV-Einnahmen entsprechen, weil die Beziehung zwischen Lohnsumme und ALV-Einnahmen proportional sein sollte.

Die in Tabelle 4.1 dargestellten Ergebnisse zeigen zunächst einmal, dass sich der erwartete Zusammenhang zwischen den ausgewählten automatischen Stabilisatoren und dem BIP statistisch bestätigen lässt. Fast alle geschätzten Elastizitäten sind signifikant auf einem 1 %-Signifikanzniveau, so

dass die Irrtumswahrscheinlichkeit für eine fälschliche Verwerfung der Nullhypothese, dass kein Zusammenhang besteht, nur bei 1 % liegt (Vgl. auch Anhang Tabellen 2a und 2b). Für die Bundeseinnahmen wird eine kurzfristige Elastizität von 1,19 geschätzt. Allerdings liegt eine

39 Für die Regressionen s. Appendix 1.2, Tabellen 2a und 2b.

40 Die Schätzungen der kurzfristigen Elastizitäten von Bundeseinnahmen und Fiskaleinnahmen sind konsistent zu einer früheren Studie des ÖT, in der für die Stichprobe von 1950 bis 2001 ein Wert von 1,39 für die Bundeseinnahmen und von 1,29 für die Fiskaleinnahmen ermittelt wurde (Colombier, 2003).

Elastizität von 1,0 im Vertrauensintervall, was bedeutet, dass auch die in der Schuldenbremse unterstellte Elastizität mit den Beobachtungen vereinbar ist. Gehen wir aber davon aus, dass die Elastizität bei 1,19 läge, würde sich das konjunkturbedingte Defizit bei einem einprozentigen

Rückgang des realen BIP c.p., ausgedrückt in Franken der Rechnung 2007, um ca. 691 Millionen CHF erhöhen. Ausgedrückt in % des nominalen BIP 2007 entspricht dies einem Wert von 0,13. Das konjunkturbedingte Defizit ist dabei wie folgt definiert:

$$\text{Konjunkturbedingtes Defizit} = \text{Konjunkturbedingte Mehrausgaben} + \text{konjunkturbedingte Mindereinnahmen}$$

Träfe die Schätzung der Elastizität von ca. 1,19 zu, würde unter dem gegenwärtigen Regime der Ausgabenplafond der Schuldenbremse aufgrund der unterstellten Elastizität von 1,0 zu niedrig ausfallen, was das Volumen der Bundeseinnahmen als automatischer Stabilisator um ca. 110 auf insgesamt 581 Millionen CHF oder 0,11 % des BIP reduzieren würde. Allerdings zeigen Schätzungen der Bundeseinnahmen und Fiskaleinnahmen ohne Berücksichtigung der relativ volatilen Verrechnungssteuer (VSt) und der Stempelabgaben (StA), dass sowohl Bundes- als auch Fiskaleinnahmen im ersten Jahr ungefähr proportional auf eine Änderung des laufenden BIP reagieren (Elastizitäten: 1,07 und 0,94, s. Anhang Tabelle 2b). Damit dürfte die für die gesamten Bundeseinnahmen geschätzte Elastizität von 1,19 eher auf die kurzfristigen Schwankungen der VSt, StA oder der nicht-fiskalischen Einnahmen zurückzuführen sein. Das deutet darauf hin, dass offenbar irreguläre Einnamenschwankungen die Schätzung beeinflussen. Letztere können, wenn sie in die Einnamenschätzungen für den Voranschlag einfließen, die Wirksamkeit der Schuldenbremse als automatischen Stabilisator beeinflussen.

Für die gesamten Bundeseinnahmen lässt sich unabhängig davon, ob die volatile VSt und StA berücksichtigt werden oder nicht, kein zeitverzögerter Effekt des BIP auf die Einnahmen nachweisen. Dieses wäre jedoch angesichts der Erhebungsmethode bei der direkten Bundessteuer plausibel. Für die Fiskaleinnahmen lässt sich allerdings für die Schätzung ohne VSt und StA ein um 3 Jahre verzögerter Effekt des BIP statistisch

nachweisen. Die geschätzte Elastizität entspricht ungefähr 0,4. Diese Verzögerung erfasst offenbar die Wirkung des BIP auf die direkte Bundessteuer. So lässt sich für das um 3 Jahre zeitverzögerte BIP ein signifikanter Zusammenhang zu den Einnahmen der direkten Bundessteuer finden. Entsprechend können für die gesamten Bundeseinnahmen keine zeitverzögerten konjunkturellen Effekte festgestellt werden, weil diese von kurzfristigen, nicht konjunkturell bedingten, Schwankungen der VSt, StA und nicht-fiskalischer Einnahmen überlagert werden dürften.

Aufgrund der Progressivität der Bundessteuer natürlicher Personen wurde zunächst eine hohe Elastizität, ca. 2,6, sowohl für die gesamte Steuer als auch für den Teil der natürlichen Personen geschätzt (Vgl. Anhang, Tabelle 2b). Die Elastizität bei der gesamten Steuer ist noch etwas höher als bei den natürlichen Personen, was möglicherweise auf die im Vergleich zum BIP sehr volatile Steuerbasis der Bundessteuer juristischer Personen, die Erträge, zurückführbar ist. Aufgrund dessen und der Tatsache, dass die Bundessteuer juristischer Personen im gewählten Zeitraum starken Änderungen unterlegen war, sind keine Schätzungen für diesen Teil der direkten Bundessteuer durchgeführt worden. Die Schätzergebnisse dürften entsprechend wenig verlässlich sein (s. auch Schips et al. 2001).

Angesichts der Erhebungsmethode bei der direkten Bundessteuer überrascht es ein wenig, dass die Einnahmen der Bundessteuer nur mit exakt 3 Jahren Verzögerung auf eine Änderung

des BIP reagieren sollten. Um die zeitverzögerten Wirkungen statistisch besser trennen zu können, ist in einer weiteren Schätzung für die direkte Bundessteuer davon ausgegangen worden, dass die Eingänge der direkten Bundessteuer z.B. des Jahres 2007 in einem Zusammenhang mit den Eingängen des Jahres 2006 stehen. Je höher z.B. die Eingänge im Jahr 2006 ausfallen, desto niedriger sollten dann die Eingänge in den Folgejahren sein. Die Annahme erscheint bezogen auf die direkte Bundessteuer plausibel zu sein. Unter dieser Voraussetzung deutet die Schätzung darauf hin, dass das BIP nicht nur mit 3 Jahren, sondern ebenfalls mit 1 und 2 Jahren Verzögerung auf die Einnahmen der direkten Bundessteuer wirkt. Die Zeitverzögerungen dürften jedoch aufgrund des Wechsels der Erhebungsmethode bei der direkten Bundessteuer vom Praenumerando- zum Postnumerandoverfahren etwas überschätzt sein. Folglich dürfte sich die Zeitverzögerung eher über 2 Jahre als über 3 Jahre erstrecken.

Unabhängig von der verwendeten Schätzmethode für die Elastizität der direkten Bundessteuer, welche gemäss der ersten Schätzung 2,7 und gemäss der zweiten Schätzung 3,2 (s. Anhang Tabelle 2b) beträgt, erreicht der geschätzte Umfang konjunkturbedingter Mindereinnahmen bei einem 1-%igen Rückgang des BIP mit 0,08 % bzw. 0,09 % des BIP, ca. 409 bzw. 486 Millionen CHF, ungefähr dieselbe Grössenordnung. Dies deutet darauf hin, dass die beiden Schätzungen für die direkte Bundessteuer konsistent sind.

Für die Mehrwertsteuer konnte erwartungsgemäss eine proportionale Beziehung zwischen dem laufenden BIP und den Mehrwertsteuereinnahmen, eine Elastizität von ca. 1,0, statistisch nachgewiesen werden. Der Umfang der Mehrwertsteuer als automatischer Stabilisator würde gemäss der Rechnung 2007 ca. 200 Millionen CHF oder 0,04 % des BIP betragen, was ungefähr der Hälfte des Fiskalstimulus der direkten Bundessteuer entspricht.

Bei den Schätzungen für die Ausgaben der ALV zeigt sich, dass die Arbeitsmarktindikatoren etwas nachlaufend zur Konjunktur sind. So reagieren die

Ausgaben der ALV mit einer Elastizität von ca. -15 zwar am stärksten im ersten Jahr, jedoch lässt sich auch noch eine signifikante Elastizität von ca. -8 für das um ein Jahr verzögerte BIP finden. Damit bestätigt sich die Erwartung, dass die Arbeitslosenversicherung (ALV) derjenige automatische Stabilisator ist, welcher am deutlichsten auf die Konjunktur reagiert. Dies zeigt sich auch in den konjunkturbedingten Mehrausgaben der ALV, die mit ca. 1,2 Milliarden CHF bzw. 0,23 % des BIP um ein Drittel über dem Volumen der gesamten Bundeseinnahmen (ca. 800 Mio. CHF unten) liegen. Demgegenüber reagieren die Einnahmen der ALV, wie erwartet, nur träge auf die Konjunktur (s. Abschnitt 4.3). So beträgt der geschätzte Umfang der ALV-Einnahmen nur 77 Millionen CHF bzw. 0,015 % des BIP: Folglich resultiert gemäss den Schätzungen bei einer Schrumpfung des realen BIP um 1 % ein konjunkturbedingtes Defizit der ALV im Umfang von ca. 1,3 Milliarden CHF bzw. 0,25 % des BIP.

Basierend auf den Schätzergebnissen lässt sich der Gesamtumfang der betrachteten automatischen Stabilisatoren schätzen. Die irregulären Schwankungen bei VSt, StA und nicht-fiskalischen Einnahmen scheinen die Schätzung der kurzfristigen Elastizität der gesamten Bundeseinnahmen zu verzerren. Zudem dürften diese Einnahmearten kurzfristig kaum mit dem BIP schwanken (Schips et al., 2001). Wird zudem berücksichtigt, dass die direkte Bundessteuer zeitverzögert reagiert, lässt sich in Bezug auf das reale BIP der laufenden Jahres grosso modo eine kurzfristige Elastizität von 1,0 für die Bundeseinnahmen ohne direkte Bundessteuer, VSt, StA und nicht-fiskalische Einnahmen rechtfertigen. Im Rechnungsjahr 2007 betragen diese Bundeseinnahmen ungefähr 31 Milliarden CHF. Dann würde der Fiskalstimulus der Bundeseinnahmen für das laufende Jahr rd. 310 Millionen CHF bzw. 0,06 % des BIP betragen, wenn das reale BIP um 1 % sinkt. Zudem dürfte, wie erläutert, die Zeitverzögerung bei der direkten Bundessteuer eher kürzer als geschätzt ausfallen. Der Einfachheit halber wird unterstellt, dass sich die Steuereingänge statt über drei Jahre nun gleichmässig über zwei Jahre verteilen. Daraus folgt eine Elastizität der direkten Bundessteuer von jeweils 1,6 mit Bezug auf das BIP des Vorjah-

res und des Vorvorjahres. In Milliarden CHF der Rechnung 2007 würde dies in jedem Jahr ungefähr einem Betrag von 246 Milliarden CHF entsprechen. Zählt man den Umfang der konjunkturbedingten Ausfälle bei Bundeseinnahmen ohne direkter Bundessteuer, VSt, StA und nicht-fiskalischer Einnahmen, der direkten Bundessteuer sowie das konjunkturbedingte ALV-Defizit bei einem Rückgang des realen BIP um jährlich 1 % über drei Jahre unter den oben getroffenen Annahmen zusammen, resultiert ein über die Jahre kumulierter Fiskalstimulus von 2,0 Milliarden CHF bzw. 0,4 % des BIP (s. Tabelle 4.1). Dabei ist 40 % (rd. 800 Mio. CHF bzw. 0,16 % des BIP) dieses Stimulus auf die Bundeseinnahmen (inklusive direkter Bundessteuer) zurückzuführen.

Dieses Ergebnis erhält man unter der vereinfachten, aber einschränkenden, Annahme, dass sich das reale BIP dreimal hintereinander um 1 % verringert. Diese Annahme ist recht unrealistisch. Die zeitverzögerten Wirkungen des BIP können den Fiskalstimulus der automatischen Stabilisatoren insbesondere dann dämpfen, wenn ein Wendepunkt im Konjunkturverlauf erreicht wird. Nehmen wir einmal an, dass im laufenden Jahr ein Rückgang des BIP von 1 % erwartet wird und in den Vorjahren das BIP jeweils um 1 % gewachsen ist. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass aufgrund des starken Einbruchs des BIP die Arbeitslosigkeit schneller ansteigt und daher ALV-Ausgaben und -Einnahmen kaum zeitverzögert reagieren.

Unter der getroffenen Annahme bzgl. der Entwicklung des realen BIP würden bei der direkten Bundessteuer aufgrund der Zeitverzögerung im Jahr der Rezession, also des Rückgangs des realen BIP um 1 %, Mehreinnahmen in Höhe von ca. 492 Millionen CHF bzw. 0,1 % des BIP eingehen. Damit würde der gesamte Fiskalstimulus der Bundeseinnahmen in Höhe von 0,16 % des BIP um knapp zwei Drittel reduziert werden. Im Rahmen der Schuldenbremse werden diese Mehreinnahmen nicht durch den k-Faktor bereinigt. Dann liegt der Ausgabenplafond um das Produkt aus k-Faktor und den Mehreinnahmen der direkten Bundessteuer über den strukturellen Bundeseinnahmen. Damit ist der Ausga-

benplafond in der Rezession (Hochkonjunktur) aufgrund des k-Faktors um schätzungsweise 5 bis 10 Millionen CHF höher (geringer) als die Summe aus strukturellen Einnahmen und den konjunkturbedingten Mehreinnahmen der direkten Bundessteuer. Diese Grössenordnung kann jedoch vernachlässigt werden. Das zulässige Defizit des Bundeshaushalts würde also bei einer Konjunkturwende von einem Aufschwung in einen Abschwung praktisch dem Fiskalstimulus der Bundeseinnahmen ohne die direkte Bundessteuer entsprechen. Somit werden zwar die prozyklischen Effekte der direkten Bundessteuer durch die Schuldenbremse neutralisiert, allerdings versickern aufgrund der Zeitverzögerung bei der direkten Bundessteuer knapp zwei Drittel des Fiskalstimulus der Bundeseinnahmen im ersten Abschwungjahr. Folgt ein weiteres Abschwungjahr, ist mit weiteren, wenn auch geringeren Sickerverlusten zu rechnen. Das konjunkturbedingte Defizit im Rahmen der Schuldenbremse würde damit zwei Jahre hintereinander zu gering ausfallen. Im umgekehrten Fall bei einer konjunkturellen Wende vom Abschwung in den Aufschwung wäre der durch die Schuldenbremse vorgegebene konjunkturbedingte Überschuss ebenfalls zu klein. Der Fiskalstimulus der Bundeseinnahmen (inklusive direkter Bundessteuer) würde bei einem Rückgang des realen BIP um 1 % nur noch 0,06 % des BIP und nicht mehr 0,16 % betragen. Der gesamte Fiskalstimulus von ALV und Bundeseinnahmen würde somit um ein Viertel von 0,4 % auf 0,3 % des BIP abnehmen.

4.4.2 Wirkung der automatischen Stabilisatoren

Im vorhergehenden Abschnitt ist der Umfang bzw. der Fiskalstimulus von ALV und Bundeseinnahmen geschätzt worden. In Abwesenheit von ricardianischen Effekten sollte der Fiskalstimulus positiv mit der Wirkung der automatischen Stabilisatoren auf volkswirtschaftliche Grössen wie das reale BIP und die Beschäftigung verbunden sein. Allerdings hängt das Ausmass der Wirkung automatischer Stabilisatoren davon ab, wie stark unerwünschte Effekte wie etwa ein «crowding out» privater Investitionen die Wirkung des Fiskalstimulus konterkarieren. Wie in Abschnitt 4.1 ausgeführt, kann ein Teil des

Fiskalstimulus in der Schweiz insbesondere durch die hohe Sparneigung der privaten Haushalte und die hohe Importquote verpuffen. Trotzdem ist zu erwarten, dass die automatischen Stabilisatoren eine Wirkung in der Schweiz entfalten.

Das ÖT hat daher Schätzungen unter der Fragestellung durchgeführt, ob sich statistisch für die Vergangenheit konjunkturstabilisierende Wirkungen von Bundeseinnahmen inklusive direkter Bundessteuer und der ALV nachweisen lassen. Als Indikator für die Konjunktur ist dafür das reale BIP verwendet worden. Die vorliegenden Schätzungen basieren auf einem anerkannten Ansatz zur Messung der Konjunkturwirksamkeit der Fiskalpolitik (Lee und Sung, 2007). Bei diesem Ansatz wird ermittelt, welchen Einfluss die Fiskalpolitik auf die Streuung der Wachstumsrate des realen BIP hat. Wenn die Fiskalpolitik konjunkturstabilisierend wirkt, sollte sie die Streuung dieser Wachstumsrate reduzieren. Um weitgehend Wirkungen diskretionärer Massnahmen auszuschliessen, sind für die Regression bereinigte Reihen der Bundeseinnahmen herangezogen worden. Dabei ist zu beachten, dass solche Schätzungen nur eine Vorstellung von der Grössenordnung der Wirkung geben können, weil die Rückkoppelungseffekte zwischen den Stabilisatoren und dem BIP einige schwerwiegende statistische Schwierigkeiten aufwerfen können.

Als Indikator für die Streuung der realen BIP-Wachstumsraten wird die Standardabweichung herangezogen. Die Standardabweichung wird für jeweils acht Jahre ermittelt. Dieser Zeitraum entspricht der für die Schweiz angenommenen durchschnittlichen Länge eines Konjunkturzyklus. Die Streuung der BIP-Wachstumsraten wird auf den jeweiligen Stabilisator ausgedrückt im Verhältnis zum nominalen BIP regressiert. Die Ergebnisse der empirischen Untersuchungen deuten darauf hin, dass die Bundeseinnahmen ohne DBSt, VSt, StA und nicht-fiskalische Einnahmen, die direkte Bundessteuer und die Ausgaben

der ALV eine konjunkturstabilisierende Wirkung ausüben (s. Appendix A1.3, Tabelle 3). Dabei zeigt sich, dass insbesondere die ALV und die Progressivität bei der direkten Bundessteuer natürlicher Personen zur Konjunkturstabilisierung beitragen.

Gemäss der Schätzungen, welche aufgrund der oben erwähnten statistischen Probleme allerdings mit Zurückhaltung zu interpretieren sind, können die automatischen Stabilisatoren die Streuung der Wachstumsraten des realen BIP um 5 % **reduzieren**.⁴¹ Dies unter der Annahme, dass ein Konjunkturzyklus in der Schweiz durchschnittlich acht Jahre dauert. Ein Rückgang des realen BIP um 1 % würde bezogen auf die Jahre von 2001 bis 2007, was gemäss Annahme einem vollständigen Konjunkturzyklus entspräche, eine Abweichung vom mittelfristigen Trendwachstum des realen BIP, rd. 2 % von 2001 bis 2007, von 3 Prozentpunkten bedeuten. Von diesen 3 Prozentpunkten Abweichung vom mittelfristigen Trendwachstum können die automatischen Stabilisatoren gemäss der Schätzungen 5 %, **also knapp 0,2 Prozentpunkte**, auffangen. Folglich würde das reale BIP dann statt um 1 % noch um ca. 0,8 % sinken. Entfaltet sich die Wirkung der direkten Bundessteuer natürlicher Personen aufgrund von Zeitverzögerungen bei der Erhebung nicht, würde das reale BIP um etwas weniger als 0,9 % abnehmen. Der Fiskalstimulus von ALV und Bundeseinnahmen ohne direkte Bundessteuer beträgt bei einem einprozentigen Rückgang des realen BIP schätzungsweise 0,3 % des BIP (s. Abschnitt 4.4.1). Diese beiden automatischen Stabilisatoren fangen knapp 0,1 % Rückgang des realen BIP auf. Setzt man diese Abfederung ins Verhältnis zum Fiskalstimulus, hat man eine grobe Schätzung für den Multiplikator dieser beiden automatischen Stabilisatoren, welcher gut 0,3 entsprechen würde.

Zusammengefasst heisst dies, dass bei einem einprozentigen Rückgang des realen BIP das konjunkturell bedingte Defizit durch Änderungen der ALV-Ausgaben und der Bundeseinnahmen ohne direkte Bundessteuer um 0,3 % des BIP

41 Für nähere Erläuterungen zu dieser Überslagsrechnung s. Appendix A1.3 und Appendix A1.3, Tabelle 4.

ansteigen würde. Dies wiederum würde eine Zunahme des realen BIP um ca. 0,1 % nach sich ziehen.⁴² Der Multiplikator würde sich unter Einbezug der direkten Bundessteuer nicht wesentlich ändern: Der Fiskalstimulus beträgt bei einem einprozentigen Rückgang des realen BIP dann schätzungsweise 0,4 % des BIP (s. Abschnitt 4.4.1), und die automatischen Stabilisatoren fangen 0,15 % des Rückgangs des realen BIP auf. Setzt man diese Abfederung wiederum ins Verhältnis zum Fiskalstimulus, erhält man eine grobe Schätzung von 0,4 für den Multiplikator. Der deutlich unter 1,0 liegende Multiplikator zeigt, dass Sickerverluste aufgrund der hohen Sparneigung der Schweizer Haushalte und der hohen Importquote relevant sind. Allerdings bleibt zu betonen, dass sich die Schätzung des Multiplikators auf die Periode von 2001 bis 2007 bezieht. Trotz der mit den Schätzungen verbundenen statistischen Unsicherheiten lässt sich aufgrund der Analyse schliessen, dass der Multiplikator der automatischen Stabilisatoren von Bund und ALV wegen der angesprochenen Sickereffekte eher unterhalb als oberhalb von 1,0 liegen dürfte (siehe auch Anhang A1).

4.5 Genügen die automatischen Stabilisatoren?

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die automatischen Stabilisatoren bei einem normalen Konjunkturverlauf, wenn die Geldpolitik wirksam ist, einen ausreichenden Beitrag zur Konjunkturstabilisierung liefern sollten. Bei einer schweren Rezession jedoch, insbesondere, wenn die Geldpolitik aufgrund z.B. einer keynesianischen Liquiditätsfalle unwirksam ist, könnten ergänzende diskretionäre Massnahmen in Erwägung gezogen werden (s. auch Abschnitt 6).

Die ALV stellt sich, wie erwartet, als der bedeutendste automatische Stabilisator heraus. Dieser macht mit knapp 0,25 % des BIP mehr als die Hälfte des gesamten Fiskalstimulus der automati-

schen Stabilisatoren aus. Der gesamte Fiskalstimulus von Bundeseinnahmen inklusive direkter Bundessteuer und ALV beträgt bei einem Rückgang des realen BIP um 1 % ca. 0,4 % des BIP bzw. in Franken der Rechnung 2007 ca. 2,1 Mrd. CHF.⁴³ Das seco schätzt die Fiskalimpulse der ALV für die nächsten beiden Jahre auf je rund 0,5 % des BIP. Die Schätzung für das laufende Jahr basiert auf der Annahme eines Rückgangs des realen BIP um -2,2 % und einer damit verbundenen Zunahme der Arbeitslosigkeit von 1,2 Prozentpunkten, von 2,6 % im letzten Jahr auf 3,8 % im Jahr 2009. Gemäss unserer Schätzungen würde sich der Fiskalstimulus der ALV bei einem Rückgang des realen BIP um 2,2 % für das Jahr 2009 auf 0,55 % des BIP belaufen. Beide Schätzungen sind miteinander vereinbar, da der Fiskalimpuls der ALV aufgrund der von den Expertengruppe des Bundes geschätzten wirtschaftlichen Entwicklung für 2008 noch über ihrem Fiskalstimulus liegen sollte.⁴⁴

Bedeutsam für die Konjunkturstabilisierung ist gemäss der empirischen Analyse neben der ALV die Progressivität der direkten Bundessteuer natürlicher Personen. Allerdings reagiert die direkte Bundessteuer zeitverzögert. Bei konjunkturellen Wendepunkten führt dies dazu, dass die Bundessteuer nicht als automatischer Stabilisator wirken kann. Ihre prozyklische Wirkung wird jedoch durch die Schuldenbremse praktisch neutralisiert. Ohne die direkte Bundessteuer umfasst der Fiskalstimulus bei einem Rückgang des realen BIP um 1 % nach den vorliegenden Schätzungen ungefähr 0,3 % des BIP bzw. in Franken der Rechnung 2007 knapp 1,6 Milliarden CHF. Rechnet man den Umfang der direkten Bundessteuer noch hinzu, beträgt der Fiskalstimulus ungefähr 0,4 % des BIP bzw. 2,1 Milliarden CHF. Damit trägt die direkte Bundessteuer etwa 25 % zum Fiskalstimulus bei.

42 Das Produkt aus dem Fiskalstimulus von ALV und Bundeseinnahmen ohne direkte Bundessteuer, 0,3 % des BIP, und dem Multiplikator von gut 0,3 ergibt rd. 0,1 % Zuwachs des realen BIP.

43 L'OCDE trouve une valeur légèrement inférieure à 0,4 pour toute la Suisse.

44 Wie in der Einleitung zu diesem Kapitel ausgeführt, entspricht der Fiskalimpuls nicht dem Fiskalstimulus (s. Kasten 4.1).

5 Mesures discrétionnaires : expériences passées

5.1 Wichtigste Ergebnisse vergangener Untersuchungen

Unter dieser Ziffer werden einige wichtige empirische Untersuchungen beschreiben, welche die Auswirkung von fiskalpolitischen Massnahmen auf makroökonomische Variablen quantifizieren.

5.1.1 Untersuchungen für die Schweiz

Impulsprogramm 1997

Im Jahr 1996 zeichnete sich in der Schweiz nach sechs Stagnationsjahren ein weiteres Jahr mit rezessiven Tendenzen ab, während sich das Wachstum im europäischen Ausland weitgehend erholte. In dieser Lage bediente sich der Bundesrat im Rahmen einer geld-, struktur- und finanzpolitischen Strategie auch eines Investitionsprogramms, welches der Bauwirtschaft kurzfristig Impulse verleihen sollte. Das « Investitionsprogramm 1997 » umfasste die Aufhebung der Kreditsperre auf Investitionsausgaben, die Substanzerhaltung von Nationalstrassen und bundeseigenen Bauten sowie der öffentlichen Infrastruktur und die Förderung privater Investitionen im Energiebereich⁴⁵. Die Durchführung des Programms erfolgte in enger Zusammenarbeit mit den Kantonen. Bei ausgewählten kantonalen Projekten beteiligte sich auch der Bund finanziell. Das Investitionsprogramm umfasste von 1997 bis Mitte 1999 eine Beteiligung von 165 Millionen durch den Bund an einem gesamten staatlichen Investitionsvolumen von 1,4 Milliarden. Das Programm zielte darauf ab, nur Projekte zu unterstützen, die ohne Unterstützung durch den Bund nicht realisiert worden wären. Diese Bedingung wurde – trotz entsprechender Kontrolle – möglicherweise nicht in allen Fällen eingehalten und führte so zu einem sogenannten « Mitnahmeeffekt ».

Die KOF hat im Jahr 2001 die Auswirkungen des Konjunkturprogramms 97 mit Hilfe eines Makromodells simuliert⁴⁶. Dabei stellte sich ein für eine kleine offene Wirtschaft wie die Schweiz erwartetes Muster heraus: Eine kumulierte Impulswirkung auf die Gesamtnachfrage von gut 3,5 Milliarden schlug sich zu über 70 % in einer verstärkten Importnachfrage (2,6 Mrd) nieder; der Nettoeffekt für das BIP beträgt rund 1,0 Milliarden. Das Investitionsprogramm hatte im Modell eine positive Wirkung auf die Bruttowertschöpfung in der Industrie und in der Bauwirtschaft und – über den Wirkungskanal höherer Preise – eine dämpfende Wirkung auf die Wertschöpfung im Dienstleistungsbereich.

Aus den Ergebnissen der KOF-Simulationen kann eine Multiplikatorwirkung der Staatsausgaben von 2,6 auf die Inlandsnachfrage und von 0,4 auf das BIP abgeleitet werden. Dazu kommen Effekte, welche im Makromodell nicht nachvollzogen werden konnten, insbesondere psychologische Effekte auf die Konsumentenstimmung sowie eine Erhöhung des Produktionspotentials. Letzteres wirkt sich, gemäss den Schlussfolgerungen der KOF, mit wachsendem Zeitablauf stärker aus. Die KOF wies zudem darauf hin, dass das Investitionsprogramm 1997 nicht als traditionelles Ausgabenprogramm zu beurteilen sei, weil in diesem Programm Infrastrukturvorhaben zusammengefasst worden seien, welche zu einem späteren Zeitpunkt ohnehin vorgenommen worden wären. Die Vorverschiebung der Sanierungen habe als zusätzlichen Effekt eine erhebliche Kostenersparnis ermöglicht.

Studie im Auftrag von SGB und UNIA

Im Januar 2009 veröffentlichte die KOF eine Studie über die « Beschäftigungswirkungen eines Investitionsprogramms für die Schweiz »⁴⁷. Darin wurden, wiederum mittels des KOF-Makromo-

45 Schlussbericht des seco: Investitionsprogramm 1997, Bern, Juni 2001.

46 Konjunkturforschungsstelle der ETHZ, Eine Analyse der Auswirkungen des Investitionsprogramms 1997 des Bundes anhand des KOF/ETH-Makromodells, Zürich, Februar 2001 (KOF 2001)

47 KOF Konjunkturforschungsstelle, Beschäftigungswirkungen eines Investitionsprogramms für die Schweiz, Simulationen mit dem KOF-Makromodell, Zürich, Januar 2009 (KOF 2009).

dells, die Auswirkungen eines kreditfinanzierten Bauimpulsprogramms auf die Wirtschaft allgemein und den Arbeitsmarkt im speziellen untersucht. Das angenommene Bauimpulsprogramm weist ein gesamtes Ausgabenvolumen von knapp 5 Milliarden⁴⁸ auf, verteilt auf drei Jahre (2009–2011). In der Studie wird darauf hingewiesen, dass die Auswirkungen eines Investitionsprogramms entscheidend von der Auslastung der Produktionskapazitäten zum entsprechenden Zeitpunkt abhängen. Bei einer bereits hohen Auslastung, führt eine zusätzliche Erhöhung der Nachfrage vorab weniger zu einer Erhöhung der realen Produktion als vielmehr zu Preissteigerungen. In einer solchen Situation sei die Lancierung eines Konjunkturprogramms nicht gerechtfertigt. Voraussetzung für die Wirksamkeit eines solchen Programms auf die Konjunktur sei eine Unterauslastung der Produktionsfaktoren beziehungsweise eine Unterbeschäftigung auf dem Arbeitsmarkt. In Abweichung zur damals aktuellen Herbstprognose der KOF wurde deshalb eine Unterauslastung für den Bereich der Bauwirtschaft angenommen. Seither wurden die KOF-Prognosen für die Bauwirtschaft allerdings bereits nach unten revidiert⁴⁹. In dieser Studie wird unter anderem davon ausgegangen, dass die Wachstumseffekte von öffentlichen (Bau-) Investitionsausgaben überdurchschnittlich hoch sind.

Die Ergebnisse der Studie deuten auf eine positive Wirkung des konjunkturpolitisch motivierten Investitionsprogramms hin. Jeder investierte Franken erhöht im ersten Jahr das BIP um 0,3 Franken, im dritten Jahr um 1,8 Franken (bei einem längeren Zeithorizont reduziert sich der Multiplikator auf 1,6). Der Rückgang der Arbeitslosigkeit wird mit 0,3 Prozentpunkten angegeben. Die positive Auswirkung auf die Inlandsnachfrage übersteigt diejenige auf das BIP, da ein Teil der Nachfrigestimulierung zu einer Erhöhung der Importe führt. Letztere sind Teil der Inlandsnachfrage, nicht jedoch des BIP. Im Modell nicht berücksichtigt wurden die Folgen der zusätzlichen Verschuldung auf das Zinsniveau. was angesichts

der tiefen Zinsen und der anhaltend hohen Attraktivität staatlicher Anleihen plausibel erscheinen dürfte. Auch nicht modelliert wurden die positiven langfristigen Wachstumseffekte der neu geschaffenen Infrastruktur.

Die Multiplikatoren unterscheiden sich von denjenigen der Studie von 2001. Dies ergibt sich vorab auf den unterschiedlichen Auslastungsgrad der Wirtschaft bei der Umsetzung der Massnahmen. In der Studie von 2009 wird eine Unterauslastung im inländischen Bausektor unterstellt. Im Fall des älteren Stabilisierungsprogramms war der Auslastungsgrad höher. In der neueren Studie wurde zudem eine aktualisierte und verbesserte Importfunktion verwendet. Die Wirkung auf die Inlandsnachfrage ist im übrigen bei beiden Studien etwa vergleichbar.

Unveröffentlichte Simulationsrechnungen der Eidg. Finanzverwaltung mit dem BAK-Finanzhaushaltsmodell ergeben einen Ausgabenmultiplikator von 0,6 nach einem Jahr und rund 1,0 nach drei Jahren. Abzüglich der Inflationseffekte beträgt der Multiplikator nach drei Jahren allerdings nur noch rund 0,5.

Studie der OECD

Die OECD (2009) veröffentlicht Zahlen zu den Fiskalmultiplikatoren verschiedener Länder, darunter der Schweiz. Die OECD schätzte die Multiplikatorwirkung von einzelnen Einnahmen- und Ausgabenkategorien aufgrund von Daten aus verschiedenen Staaten. Die Multiplikatoren wurden danach aufgrund der Grösse des Aussensektors kalibriert. Daraus entstehen die sog. «hohen» Multiplikatoren. Eine zweite Kalibrierung wurde aufgrund einer «Beurteilung» der aktuellen Lage und der daraus folgenden Änderung für die Multiplikatoren vorgenommen. In der Tabelle 5.1. sind beide Datensätze mit den Bezeichnungen «Hoch» für die erste Kalibrierung und «Ref» (Referenz) für beide Kalibrierungen ersichtlich.

48 5 Milliarden zu Preisen von 2005.

49 Winterprognose der KOF vom 17. Dezember 2008

Tabelle 5.1: Multiplikatoren für die Schweiz gemäss OECD

		Jahr 1		Jahr 2	
		Ref	Hoch	Ref	Hoch
Ausgabenerhöhung	Öffentliche Investitionen	0,7	0,7	0,9	1,1
	Staatskonsum	0,4	0,4	0,5	0,8
	Transfers an die Haushalte	0,3	0,3	0,5	0,6
Steuersenkungen	Einkommenssteuer	0,2	0,3	0,3	0,6
	Indirekte Steuern	0,1	0,2	0,2	0,4

5.1.2 Untersuchungen für andere Länder

Verschiedene Studien haben versucht, das Ausmass des fiskalischen Multiplikators zu messen und dabei wurden Werte von unter null bis deutlich grösser als eins gefunden. Die Variabilität der Resultate hängt neben methodischen Unsicherheiten auch von der Art der getroffenen Massnahmen oder der fiskalpolitischen Ausgangslage ab. Die meisten Studien betreffen die USA, welche als grosse Volkswirtschaft mit vergleichsweise geringem Aussenhandel eher höhere Multiplikatoren aufweist. Empirische Studien können keine klaren Unterschiede zwischen einnahmen- und ausgabenseitigen Massnahmen entdecken, z.B. Blanchard und Perotti (2002). Romer und Romer (2007) dagegen finden kumuliert über mehrere Jahre einen Steuermultiplikator von 2 bis 3. Bei Romer und Bernstein (2009) beträgt der Einnahm-multiplikator noch 1,0, der Ausgabenmultiplikator 1,6. Ramey (2008) findet einen Ausgabenmultiplikator von 1,5 nach einem Jahr. Elmendorf und Reifschneider (2002) finden für die USA einen langfristigen Steuermultiplikator von kleiner als eins. Elmendorf und Furman (2008) finden für eine temporäre Steuersenkung einen Multiplikator von 0,3 bis 1,0, je nach Annahme bezüglich der Konsumneigung der Haushalte. Mountford und Uhlig (2002) finden in einer empirischen Untersuchung positive Multiplikatoren für den Fall einer schuldenfinanzierten Ausgabenerhöhung (0,18 im ersten, 0,5 im dritten Jahr), etwas niedrigere Multiplikatoren im Fall einer Steuersenkung (0,16 im ersten Jahr) und eine deutlich negative längerfristige Wachstumswirkung einer Steuererhöhung (-1,95 kumuliert nach neun

Jahren). Diese Studie unterscheidet strikt zwischen dem Effekt von fiskalischen Massnahmen und dem synchronen Effekt einer (allenfalls unterstützenden) Geldpolitik.

Von Mai bis Juli des Jahres 2008, also während des gegenwärtigen Konjunkturabschwungs, gewährte die US-Regierung eine temporäre Steuergutschrift im Umfang von 115 Milliarden USD. John Taylor (2009b) vergleicht die Datenreihen des persönlichen verfügbaren Einkommens und der persönlichen Konsumausgaben in den USA und kommt zum Schluss, dass die Erhöhung des Einkommens keine sichtbare Auswirkung auf die Konsumausgaben hatte. Der Autor schliesst daraus u.a. auch, dass permanente Steuersenkungen wirksamer sind als temporäre, was auch den bereits erwähnten Resultaten von Mountford und Uhlig (2002) entspricht. Taylor weist auch auf eine umfangreiche Literatur der letzten 10–20 Jahre hin, welche die wirkungsvolle Umsetzbarkeit der diskretionären Politik grundsätzlich in Frage stellt. Das gegenwärtige Interesse an Konjunkturstimulierung sei eine Folge der vergleichsweise erfolgreichen Massnahmen des Jahres 2001 (z.B. Johnson et al., 2006), die jedoch eine teilweise permanente Steuersenkung darstellt. Betreffend die Steuersenkung in den USA im Jahr 2008 kommen Shapiro und Slemrod (2009) zum Schluss, dass rund 80 % der Einkommenserhöhung für Sparen oder Schuldentilgung verwendet wurden. Die vergleichsweise geringe Wirkung der Steuersenkung 2008 ist allerdings auch im Zusammenhang mit der graduellen Erhöhung der Sparquote in den USA zu verstehen. Die Konsumausgaben wären ohne Steuersenkung möglicher-

weise einfach stärker gesunken. So kommt eine Studie von Broda und Parker (2008), welche Daten von individuellen Haushalten verwendet, zum gegenteiligen Schluss, dass die Steuersenkung von 2008 wirksam war. Steindel (2001) untersucht die Wirkung von drei Steuersenkungen in den USA auf die Sparquote (1968, 1975 und 1982) und zieht u.a. daraus den Schluss, dass Steuersenkungen kaum Wirkungen haben bevor effektive Geldflüsse stattfinden, d.h. Steuersenkungen werden nicht antizipiert (was konsistent mit der Annahme einer Liquiditätsrestriktion und/oder einer limitierten Rationalität der Haushalte ist).

Das QUEST-Modell der EU kommt für neun europäische Länder zu einem Steuermultiplikator zwischen 0,3 und 0,7 nach einem Jahr (H.M. Treasury, 2003); über eine längere Frist verstärkt sich dabei die Wirkung dank positiver angebotsseitiger Wachstumseffekte. Bei Simulationen mit makroökonomischen Strukturmodellen spielen die Annahmen bezüglich der Reaktion der Geldpolitik, die Art der Massnahmen sowie das Verhalten der Handelspartner eine ausschlaggebende Rolle, wie dies z.B. von Bryant et al. (1988) und Freedman et al. (2008) nahegelegt wird. Je nach Land fallen die Resultate allerdings sehr verschieden aus, teilweise wurden auch negative Multiplikatoren abgeleitet, z.B. durch Giavazzi und Pagano (1990 und 1996). Die nachfolgend näher beschriebenen Ergebnisse des World Economic Outlook (IWF, 2008a) finden verschiedentlich Multiplikatoren nahe bei null. Deutschland hat gemäss Al-Eyd und Barrell (2005) unter Verwendung des NiGEM-Modells höhere Transferausgaben- und Steuermultiplikatoren als Frankreich, Italien, Spanien und Grossbritannien. Dalsgaard et al. (2001) finden mit dem OECD-INTERLINK Modell einjährige Ausgabenmultiplikatoren von 1,1 oder mehr für die USA, Japan und Deutschland sowie Werte zwischen 0,2 bis 0,9 für Frankreich, Italien, Grossbritannien und Kanada.

IMF World Economic Outlook : Fiskalpolitik als antizyklisches Instrument

Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat kürzlich, im Rahmen des «World Economic Outlook» vom Oktober 2008⁵⁰ eine umfassende eigene Untersuchung der Zusammenhänge zwischen Fiskalpolitik und Konjunktur publiziert.

Eine erste, deskriptive Analyse des BIP-Wachstums von Industrie- und Entwicklungsländern an konjunkturellen Wendepunkten deutet unter anderem darauf hin, dass eine Kombination von Ausgabenerhöhungen und Steuer- bzw. Einnahmensenkungen einen stärkeren positiven Einfluss auf das Wachstum der Folgejahre hat als eine reine Ausgaben- oder Einnahmenstrategie.

Das Kernstück der Studie bildet die Regressionsanalyse zwischen fiskalpolitischen und makroökonomischen Indikatoren, in welcher kausale Effekte klarer getrennt werden können als in der deskriptiven Betrachtungsweise. Die Studie kommt zu folgenden Schlüssen: Ein diskretionärer fiskalischer Impuls von 1,0 Prozent des BIP führt in entwickelten Ländern zu einer Erhöhung des realen BIP in der Grössenordnung von rund 0,5 Prozentpunkten nach drei Jahren. Eine Analyse der Zusammensetzung der fiskalischen Impulse in Industrieländern deutet darauf hin, dass einnahmenseitige Massnahmen (Steuersenkungen) auf mittlere Frist etwa ähnlich effektiv wirken wie ausgabenseitige Massnahmen (0,4 respektive 0,5). In Staaten mit niedrigen Staatsschulden⁵¹ und während Rezessionen wirkt ein fiskalischer Impuls stärker als in Staaten mit hohen Schulden. Bei letzteren wirkt er sogar tendenziell restriktiv, was auf die Bedeutung einer guten fiskalpolitischen Ausgangslage hindeutet.

Der IWF weist nachdrücklich auf methodologische Probleme hin, welche die Schätzergebnisse verfälschen können. So führt beispielsweise eine Differenzierung der Stichprobe in einen früheren

50 IWF 2008

51 Niedriger als 75 % des BIP für Industrieländer und niedriger als 25 % für Entwicklungsländer.

und einen späteren Zeitabschnitt zu niedrigeren Multiplikatoren im späteren Zeitabschnitt, d.h. in der näheren Vergangenheit. Dies deutet auf wenig robuste Werte für die geschätzten Parameter hin.

Eine grundsätzliche Folgerungen aus der Regressionsanalyse ist die Notwendigkeit zur Konsolidierung des Budgets während des wirtschaftlichen Aufschwungs, damit in der Rezession die Wirksamkeit der Fiskalpolitik nicht durch hohe Staatschulden beeinträchtigt wird⁵². Dies bedeutet auch, dass diskretionäre Massnahmen die Nachhaltigkeit der Finanzpolitik nicht in Frage stellen sollen.

In einer dritten Phase wird eine Simulation mit einem internationalen allgemeinen Gleichgewichtsmodell, dem « Global Integrated Monetary and Fiscal Model » (GIMF) durchgeführt. Öffentliche Investitionen erweisen sich als wirksamstes fiskalpolitisches Instrument (Multiplikator von rund 2 nach einem Jahr), wirksamer als Steuerensenkungen (Multiplikator von rund 0,25 bis 0,4) und staatliche Transfers (rund 0,25). Bei den Steuerensenkungen erweisen sich die Konsumsteuern (rund 0,4) a priori als kurzfristig wirksamer als Steuern auf Arbeitseinkommen (rund 0,25) (langfristig ist die Wirkung allerdings umgekehrt, weil direkte Steuern gemäss dem Modell mehr Verzerrungseffekte nach sich ziehen).

In der Interpretation der Resultate hebt der IWF hervor, dass die Auswirkungen von fiskalischen Massnahmen komplex sind und sehr stark von den Eigenschaften der jeweiligen Wirtschaft abhängen (Öffnung, Grösse, Grad der Verschuldung, etc.). Unter Umständen können die Auswirkungen expansiver Fiskalpolitik dabei negativ ausfallen. Es wird festgestellt, dass sich die deutliche Abkehr von einer nachhaltigen Finanzpolitik negativ auf die Konjunktur auswir-

ken kann. Diskretionäre Massnahmen sind in einer kleinen offenen Volkswirtschaft a priori weniger wirksam, weil zu einem grossen Teil Importe stimuliert werden. Im aktuellen Umfeld ist diese Aussage jedoch beschränkt relevant, weil Massnahmen derzeit weltweit und einigermaßen synchron getroffen werden. Alle Massnahmen sind deshalb gemeinsam innerhalb der naturgemäss grossen und geschlossenen Weltwirtschaft zu beurteilen. Die Auswirkungen diskretionärer Massnahmen in der Schweiz würden mit denjenigen ausländischer Konjunkturprogramme kumuliert.

Die Erfahrung zeigt, dass der Entscheidungsprozess für diskretionäre Massnahmen in der Regel langwierig ist (« decision lag ») und diese deshalb zu spät wirken, obwohl nach Umsetzung der Massnahmen mit einer raschen Wirkung zu rechnen ist. Demgegenüber reagieren die Geldpolitik und die automatischen Stabilisatoren mit einer geringeren gesamten zeitlichen Verzögerung. Im Falle der Geldpolitik wird in der Regel eine Verzögerung von rund zwölf⁵³ Monaten unterstellt. Zudem wird im Fall der « aktiven » Konjunkturpolitik die Symmetrie einer expansiven Politik im Abschwung und einer restriktiven Politik im Aufschwung nicht eingehalten. Diskretionäre Massnahmen neigen dazu, permanent zu werden, mit adversen Folgen für die finanzielle Nachhaltigkeit. Wenn die Politik allerdings frühzeitig vorbereitet, kann die Wirkung dennoch zu einem wünschbaren Zeitpunkt, d.h. während der Rezession eintreffen. Ähnliches gilt für den Fall einer langen Rezession: Massnahmen fallen trotz der langen Wirkungsverzögerung noch in den Bereich des Abschwungs. Unter den genannten Bedingungen kann die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch diskretionäre Massnahmen somit gestärkt werden.

52 Diese Aussage gilt nicht nur für diskretionäre Massnahmen, sondern besonders auch für die Wirkung der automatischen Stabilisatoren.

53 Die Wirkung erstreckt sich über einen Zeitraum von etwa 6 bis 18 Monaten.

Romer & Romer, Romer & Bernstein

In einem Bericht für die neue Regierung der USA, untersuchen Romer und Bernstein⁵⁴ die Auswirkung geplanter fiskalpolitischer Massnahmen auf die Beschäftigung. In diesem Zusammenhang werden auch BIP-Effekte von fiskalpolitischen Massnahmen quantifiziert. Ein Ausgabenstimulus von 1 % des BIP führt gemäss dieser Untersuchung innert zwei Jahren zu einem Anstieg des BIP um 1,6 %, eine Steuersenkung im gleichen Umfang dagegen zu einem Anstieg um 1,0 %. Eine diesem Bericht vorausgehende, umfassende Studie von Romer und Romer⁵⁵ schätzt die Auswirkung von einnahmenseitigen fiskalpolitischen Massnahmen. Die Studie kommt zum Schluss, dass eine exogene Steuererhöhung zu einer Senkung des BIP um das zwei bis dreifache führt. Die hohe Wirkung leitet sich aus der unterstellten Reagibilität der Investitionen auf Steueränderungen ab. Dieses Resultat hängt allerdings auch von der jeweiligen Lage der Staatsfinanzen ab. Eine Erhöhung der Steuern zwecks Reduktion eines Haushaltsdefizits, d.h. in Richtung einer nachhaltigen Finanzpolitik führt gemäss dieser Studie zu geringfügigeren Wachstumseinbussen.

Fiskalpolitik während Banken Krisen

Der gegenwärtige wirtschaftliche Abschwung ist primär auf die Finanzkrise zurückzuführen. In einer Studie von Laeven und Valencia⁵⁶ werden detaillierte Angaben zu allen Banken Krisen seit 1970 zusammengetragen. Die Daten deuten darauf hin, dass positives Wirtschaftswachstum unwahrscheinlich ist, solange die Probleme im Bankensektor anhalten. Makroökonomische Besserung ist erst zu erwarten, wenn die finanzielle Intermediation ihre Funktion erfüllt. Auf der anderen Seite sind stützende Massnahmen, wie Liquiditätsspritzen, staatliche Garantie und Stundung von Krediten mit hohen fiskalischen Kosten verbunden. Die Umverteilung von Gutha-

ben weg von Steuerzahlern hin zu Finanzinstituten und Schuldern kann auch zu einer Verzerrung der Anreize hinsichtlich staatlicher Unterstützung führen. Allzu kostspielige Massnahmen zur Erhaltung der finanziellen Intermediation können die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen in Frage stellen und damit die Wirksamkeit der konjunkturpolitischen Massnahmen reduzieren.

In diesem Zusammenhang sei auch auf die Weltwirtschaftskrise der dreissiger Jahre verwiesen, welche ebenfalls durch eine Bankenkrise begleitet war. Die Kreditvergabe kam während dieser Zeit in den USA zum Erliegen, ohne dass rasch wirksame Gegenmassnahmen eingeleitet worden wären. In den Folgejahren wurden zwar fiskalpolitische Massnahmen getroffen (« New Deal »), die jedoch vorab über Steuererhöhungen finanziert wurden und nicht über Haushaltsdefizite. Diese staatlich organisierte Reallokation von Ressourcen hat möglicherweise auch unter den gegebenen Umständen zu einer wirtschaftlichen Erholung geführt, doch besteht darüber in der Ökonomie kein abschliessender Konsens. Eine neuere Simulation deutet darauf hin, dass die fiskalpolitischen Massnahmen in den USA über eine Veränderung der Erwartungshaltungen einen Aufschwung herbeigeführt haben⁵⁷. Dabei fielen vor allem die Massnahmen auf Bundesebene ins Gewicht, welche die Deflationserwartungen reduzieren konnten, worauf eine Erhöhung der realen Renditeerwartungen und ein Nachfrageimpuls folgte.

Als weitere Beispiele für vergangene Finanzkrisen kann auf die Bankenkrise in Japan im Jahr 1997 und auf die « nordischen » Banken Krisen von 1990 verwiesen werden. Im Unterschied zur Weltwirtschaftskrise handelt es sich dabei allerdings um lokal begrenzte Ereignisse.

54 Romer, Christina, Jared Bernstein (2009), The Job Impact Of The American Recovery And Reinvestment Plan, Januar 2009.

55 Romer, Christina, David Romer (2007), The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks, University of California, Berkeley, März 2007.

56 Laeven, Luc, Fabian Valencia (2008), Systemic Banking Crises: A New Database, IMF Working Paper, 08/224, Oktober 2008.

57 Eggertsson, Gauti (2008), Great Expectations and the End of the Depression, American Economic Review, Vol.98, No.4, pp.1476–1516, 2008.

In Japan war der Finanzsektor durch regulatorische Änderungen und Solvenzprobleme geschwächt und Banken begannen während einer wirtschaftlichen Abschwungphase ihre Bilanzen zu entlasten, insbesondere durch eine geringere Kreditvergabe. Die Schwere des Abschwungs entschied die Regierung zur Tötigung von umfangreichen fiskalpolitischen Massnahmen in den Jahren 1998 und 1999. Die zu geringen staatlichen Unterstützungsmassnahmen für den Finanzsektor ermöglichten allerdings keine umfassende Sanierung der Finanzinstitute. Wohl auch deshalb blieb das Wirtschaftswachstum über Jahre hinaus gering oder gar negativ bis massive staatliche Interventionen und Verstaatlichungen ab 1999 zu einer Erholung der Kreditvergabe führten. Im Jahr 2000 war das BIP-Wachstum wieder positiv.

In Schweden, Norwegen und Finnland entstand zu Beginn der 1990er Jahre eine schwere Rezession sowie eine Finanz- und Währungs Krise. Eine von aussen erzwungene Erhöhung der Zinssätze führte zum Platzen einer Kredit- und Investitionsblase. Die geschwächte finanzielle Lage von Haushalten und Unternehmen schlug sich stark im Finanzsektor nieder. Durch rasche und massive staatliche Interventionen im Finanzsektor wurden (grössere) Konkurse von Banken vermieden. Eine Kreditklemme zeichnete sich während dieser Zeit kaum ab. Gleichzeitig wurde eine deutlich expansive Fiskalpolitik verfolgt (im Umfang von über mehreren BIP-Prozent⁵⁸). Zumindest in Schweden und Norwegen war der Rückgang des BIP moderat, die Arbeitslosigkeit blieb trotz des Aufschwungs jedoch über längere Zeit hoch.

Die nachfolgende Tabelle fasst die weiter oben erwähnten Resultate über Fiskalimpuls und Konjunkturwirkung zusammen:

58 Der IWF schätzte in Länderberichten das Ausmass des diskretionären Fiskalimpulses auf rund 3 % für Norwegen, 8 % für Schweden und 7 % für Finnland.

Tabelle 5.2: Zusammenfassung der Ergebnisse

Wirkung eines Impulses			
		BIP nach 1 Jahr	BIP nach drei Jahren
		Multiplikator *)	
A. Schweiz:			
KOF (2001) Ausgaben			0,4
KOF (2009) Ausgaben		0,3	1,8 (nom.)
BAK / FHHM Ausgaben		0,6	0,53 (real) 0,95 (nom.)
B. Global			
IWF (2008a) (Regressionen)			
Ausgaben			0,5
Einnahmen			0,4
IWF (2008a) GIMF-Modell:			
Staatsinvestitionen		2	1
Konsumsteuern		0,4	0,2
Transfers		0,25	0,1
Einkommenssteuern		0,25	0,1
C. Einzelne Staaten			
Romer & Bernstein (2009)		USA	
Ausgaben			1,6
Einnahmen			1,0
Romer & Romer (2007)		USA	
Einnahmen			2,0–3,0
Ramey (2008)		USA	
Ausgaben		1,5	
Elmendorf und Reifschneider (2002)			
Einnahmen (permanent)			<1
Elmendorf und Furman (2008)			
Einnahmen (temporär)			0,3–1,0
Mountford und Uhlig (2002)			
Ausgaben		0,18	0,5
Einnahmen		0,16	(1,95 nach 9 J.)
QUEST-Modell (H.M. Treasury, 2003)		EU (9)	
Einnahmen		0,3–0,7	
OECD-Interlink (Dalsgaard et al., 2001)		USA, Japan, Deutschland	
Ausgaben		<1,1	
OECD- Interlink (Dalsgaard et al., 2001)		FRA, ITA, ESP, GBR	
Ausgaben		0,2–0,9	
Giavazzi und Pagano (1990, 1996)		z.B. Schweden	
Ausgaben (drastische Konsolidierung)		<0	

*) Änderung des BIP pro Änderung der Ausgaben/Einnahmen

5.2 Zwischenfazit: Rahmenbedingungen für wirksame diskretionäre Massnahmen

Die empirischen Untersuchungen deuten auf einen komplexen Zusammenhang von staatlichen fiskalischen Massnahmen und makroökonomischen Auswirkungen hin; die Ausgangslage spielt dabei eine wichtige Rolle. Die Wirksamkeit von diskretionären Massnahmen war in der Vergangenheit beschränkt, weil sie einerseits in der Regel zu spät griff und andererseits mit Gefahren verbunden ist. Bei letzteren handelt es sich vorab um die Anreize, welche darin bestehen, in wirtschaftlichen Abschwüngen expansive Fiskalpolitik zu betreiben, diese dann in einem anschließenden Aufschwung nicht mehr rückgängig zu machen. Diese Asymmetrie führte in verschiedenen Ländern zu einer wachsenden Schuldenlast. Im Extremfall kann dabei die Nachhaltigkeit der Finanzpolitik gefährdet werden.

Finanzielle Nachhaltigkeit beziehungsweise deren Wahrnehmung durch die Öffentlichkeit scheint eine wichtige Rolle für die Wirksamkeit von fiskalischen Massnahmen zu spielen. Führen diskretionäre Massnahmen zu einer deutlichen und wahrgenommenen Beeinträchtigung der finanziellen Nachhaltigkeit, so dürfte deren Wirksamkeit stark reduziert oder gar negativ sein. Für die Schweiz, mit einer Schuldenquote von rund 50 % des BIP, dürfte ein gewisser Spielraum für diskretionäre Massnahmen a priori gegeben sein.

Eine klare Präferenz für einnahmen- oder ausgabenseitige Massnahmen lässt sich aus der Empirie nicht ableiten. Einnahmenseitige Massnahmen dürften in Normalzeiten zwar eine grössere Wirkung auf die Investitionstätigkeit ausüben, aber nicht unbedingt während einer Rezession, während ausgabenseitige Massnahmen gezielter auf Konsumausgaben gerichtet werden können. Je nach Art der gewünschten makroökonomischen Wirkung, können diskretionäre Massnahmen vermehrt in die eine oder andere Richtung gewichtet werden.

In einer kleinen offenen Wirtschaft ist die Wirksamkeit von inländischen fiskalischen Massnahmen zwar reduziert, weil die Massnahmen zu einem grösseren Anteil zu einer erhöhten Importnachfrage führen. Die Schweiz profitiert jedoch umgekehrt auch von allfälligen ausländischen Konjunkturmassnahmen. Bei der Ausgestaltung von diskretionären Massnahmen sind deshalb die Struktur und die daraus entstehenden Auswirkungen dieser ausländischen Massnahmen auf die Schweiz zu berücksichtigen. Bei der Bemessung der Höhe und der Struktur von diskretionären Massnahmen ist auch zu berücksichtigen, dass die automatischen Stabilisatoren bereits eine stabilisierende Wirkung ausüben und auch auf kantonaler Ebene Massnahmen ergriffen werden.

In der Schweiz wird seit der Einführung der Schuldenbremse im Jahr 2003 bewusst auf eine aktive Fiskalpolitik verzichtet; stattdessen wird auf eine regelgebundene Fiskalpolitik abgestellt. Damit werden die Gefahren der aktiven Fiskalpolitik für die Nachhaltigkeit und die Konjunkturverträglichkeit der Finanzpolitik vermieden. Die Schuldenbremse stellt mittelfristig den Budgetausgleich sicher und zielt gleichzeitig darauf ab, die automatischen Stabilisatoren möglichst frei wirken zu lassen. Der Verzicht auf die aktive Konjunkturpolitik begründet sich auch damit, dass die Geldpolitik ein wirksames Mittel zur Vermeidung von schweren Rezessionen darstellt. Gleichwohl ermöglicht es die Schuldenbremse im Fall von trotz allen Vorkehrungen eintretenden « schweren Rezessionen », zusätzliche Massnahmen zur Stützung der Konjunktur zu ergreifen.

Die Definition des « Schweregrades », ab welchem eine Rezession zu Massnahmen über die ordentlichen Vorgaben der Schuldenbremse hinaus gebietet, ist nicht trivial. Angesichts der erwähnten Ziele der regelgebundenen Politik dürften folgende Bedingungen für zusätzliche Massnahmen notwendig sein:

- Die Wirkungslosigkeit der Geldpolitik, z.B. wenn eine weitere Lockerung der Leitzinsen oder die Erhöhung der Geldmenge keine Konsequenzen auf die Investitionstätigkeit mehr nach sich zieht.

- Eine zu geringe Wirkung der automatischen Stabilisatoren.
- Die Rezession wird vorausgesehen oder dauert lange genug, damit diskretionäre Massnahmen zeitgerecht eingeleitet werden können.

Um die Wirksamkeit von allfälligen diskretionären Massnahmen zu gewährleisten, ist – aufgrund der Erfahrungen mit vorhergehenden Finanzkrisen – sicherzustellen, dass die finanzielle Intermediation und Kreditgewährung durch den Finanzsektor baldmöglichst wieder funktioniert. Eine anhaltende Bankenkrise würde die Wirksamkeit der konjunkturpolitischen Massnahmen beeinträchtigen. In diesem Zusammenhang ist auch die Wirksamkeit der Geldpolitik zu beurteilen.

Die automatischen Stabilisatoren stützen über die Wirkung der Arbeitslosenversicherung primär die Kaufkraft der Haushalte. Die Ausgestaltung von diskretionären Massnahmen sollte deshalb nur insofern den privaten Konsum stützen, als dies durch die automatischen Stabilisatoren nicht ausreichend erfolgen kann. Damit wird eine minimale Konsumnachfrage aufrecht erhalten und ein Abgleiten in eine sich selbst verstärkende Rezessionsspirale verhindert. Die privaten Investitionen stellen eine Grundbedingung für eine Reallokation der Produktionsfaktoren und damit eine wirtschaftliche Erholung dar. Dieser Prozess sollte durch den Staat gefördert, oder zumindest nicht beeinträchtigt werden. Ein sich abzeichnender Rückgang der privaten Investitionsnachfrage kann durch die Erhöhung der staatlichen Nachfrage wenn nicht ersetzt, so zumindest temporär kompensiert werden.

6 Discussion de mesures discrétionnaires pour faire face à la crise actuelle

Le Conseil fédéral a décidé un plan en plusieurs phases. La 1^{ère} phase a été lancée en 2008 et la seconde en début 2009. Ces deux phases ont en commun de rester dans le cadre du fonctionnement ordinaire du frein à l'endettement (même si des mesures discrétionnaires sont prises pour dépenser le maximum autorisé par le frein à l'endettement). Une troisième phase pourrait impliquer des dépenses extraordinaires.⁵⁹ Nous discutons ici des mesures discrétionnaires, avec une attention particulière pour une éventuelle 3^{ème} phase. Dans un premier temps, nous décrivons les propositions existantes (§6.1), avant de résumer les avantages et inconvénients de différents types de mesures discrétionnaires (§6.2), et de proposer nos recommandations (§6.3).

Nous considérons le cas où la politique monétaire atteint ses limites et où les stabilisateurs automatiques ne suffisent pas. Une politique budgétaire active pour stabiliser la demande peut alors être appropriée si la crise peut être anticipée suffisamment longtemps à l'avance. Bien que l'ampleur actuelle de la crise en Suisse ne soit pas encore telle que des mesures discrétionnaires conduisant à un dépassement du plafond des dépenses autorisé par le frein à l'endettement soient nécessaires, la détérioration prévisible de la situation économique rend nécessaire la préparation de telles mesures pour être prêt le cas échéant. Notons que nous n'abordons pas ici les mesures visant à assurer le fonctionnement du secteur financier,⁶⁰ même si ce volet de l'action de l'Etat peut être très important (le Conseil fédéral s'est par exemple déclaré prêt, au besoin, à garantir sur le marché des capitaux les nouveaux emprunts des banques suisses à moyen terme⁶¹).

6.1 Propositions existantes

Les propositions de politique conjoncturelle active (pour la troisième phase ou pour les phases précédentes) formulées par des acteurs politiques en Suisse sont d'abord présentées, avant d'aborder brièvement des propositions formulées à l'étranger ou par des organisations internationales.

6.1.1 En Suisse

Plusieurs motions et interpellations ont proposé des mesures de stabilisation. Des partis et autres groupes de pression ont formulé des propositions. Les programmes conjoncturels proposés diffèrent par leur taille et leur composition. Les positions des différents partis peuvent être résumées de la façon suivante. Les socialistes et les verts proposent des plans de relance importants (au moins 6 mrd de francs pour les socialistes, 8 à 10 mrd de francs sur trois ans pour les verts). Les investissements publics (par exemple : transports publics, protection contre les crues et avalanches, réseau télécommunications), les incitations pour l'assainissement énergétique des bâtiments et les transferts (par exemple : soutien aux familles et aux bénéficiaires de prestations complémentaires) représentent une part importante de ces programmes. Le PDC et les autres partis de son groupe (parti évangéliste et les verts libéraux) demandent que le Conseil fédéral examine des mesures concernant notamment l'assurance chômage, les projets publics d'investissements, les crédits aux PME, l'assurance contre les risques à l'exportation, et la fiscalité (allègements fiscaux pour les familles, compensation de la progression à froid, et report de l'augmentation de la TVA pour le financement additionnel de l'AI). Libéraux et radicaux privilégient des réductions fiscales

59 Nous considérerons que des mesures discrétionnaires (en faveur par exemple de l'assurance chômage) qui impliquent une augmentation importante des prêts de trésorerie (financés par l'endettement) ferait également partie de la 3^{ème} phase, bien que ces prêts ne soient pas limités par le frein à l'endettement et ne constituent pas formellement des dépenses extraordinaires.

60 Nous considérons ici le cas d'une crise de la demande où la crainte qu'une augmentation de la production ne trouverait pas de clients freine les investissements indépendamment de la possibilité ou non d'emprunter à des conditions raisonnables (c'est-à-dire indépendamment d'un éventuel « crédit-crunch »).

61 Voir le site du Département fédéral des finances: <http://www.efd.admin.ch/dokumentation/medieninformationen/00467/index.html?lang=fr&msg-id=22499>

durables ainsi que la compensation de la progression à froid. L'UDC propose une baisse de 1 point de pourcentage de la TVA. Certaines de ces propositions ont été intégrées dans la seconde phase du plan de stabilisation (voir la « Botschaft über die 2. Stufe der konjunkturellen Stabilisierungsmassnahmen: Nachtrag la zum Voranschlag 2009 und weitere Massnahmen »).

Plusieurs mesures en discussion au Conseil fédéral pourraient conduire à des dépenses extraordinaires: reporter la révision de la loi visant à assainir l'assurance chômage, retarder (ou compenser transitoirement) une éventuelle augmentation de TVA en faveur de l'AI, et avancer la réduction d'impôt pour les familles avec enfants.

6.1.2 A l'étranger

A priori, on pourrait imaginer que la Suisse s'inspire de programmes lancés à l'étranger. Il faut toutefois tenir compte des spécificités de chaque pays. Ainsi, le secteur de la construction est touché aux Etats-Unis, alors qu'il ne semble pas encore l'être en Suisse où il n'y a pas de bulle spéculative dans le marché immobilier. Par ailleurs, des infrastructures publiques ont été négligées aux Etats-Unis, ce qui n'est pas le cas en Suisse. Ces différences font que certains programmes d'investissement utiles aux Etats-Unis ne le seraient pas nécessairement en Suisse. Même s'il ne s'agit pas de simplement copier des programmes étrangers, il est important de constater que ces programmes existent. Premièrement parce que le fait que nous bénéficions de ces programmes par nos exportations rend défendable de mettre en oeuvre des mesures qui profiteront en partie aux autres pays via leurs exportations. Pour cette raison, la relative faiblesse du multiplicateur dans une petite économie ouverte (relativement au multiplicateur dans un grand pays, toutes choses étant égales par

ailleurs) joue un rôle moindre dans le contexte de la crise actuelle. Deuxièmement, il est intéressant de connaître les arguments évoqués à l'étranger lors des débats sur la conception de leur plan conjoncturel. Des échos de ces débats qui ont stimulé notre réflexion sont présentés en annexe. Le FMI a présenté un bilan des finances publiques de différents pays suite à la crise.⁶² L'OCDE s'apprête à analyser l'impact des nouveaux stimuli budgétaires annoncés récemment par plusieurs Etats membres. Nous ne pouvons pas ici résumer toutes les actions en cours.⁶³ Aux Etats-Unis, un plan de relance de 787 milliards de dollars a été adopté. Des petites économies ouvertes (par exemple l'Autriche, les Pays-Bas et la Suède) ont également lancé des programmes conjoncturels. Le premier ministre de l'Irlande⁶⁴ a par contre annoncé une politique restrictive: une coupe des dépenses de 2 milliards d'euros.

Des organisations internationales ont proposé des recommandations. Par exemple, le FMI considère que « Looking at the content of the fiscal package, in the current circumstances, spending increases, and targeted tax cuts and transfers, are likely to have the highest multipliers. General tax cuts or subsidies, either for consumers or for firms, are likely to have lower multipliers. [...] It is also questionable whether decreases in the VAT of just a few percentage points are salient enough to lead consumers to shift the timing of their purchases ».⁶⁵

6.2 Principes pour la conception d'un stimulus conjoncturel

L'objectif de la politique de stabilisation consiste à éviter une spirale de baisse de la demande, et à éviter que la Suisse s'enlise dans la crise (comme dans les années 90) lorsque l'économie mondiale redémarrera. La baisse de la demande extérieure ne peut pas toujours être compensée par une augmentation de la demande intérieure. Dans ces

62 IMF (2009)

63 Voir par exemple The Economist (2009) pour une description des efforts du G7 & BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) datée du 29 janvier 2009

64 The Wall Street Journal (2009).

65 Spilimbergo et al. (2008)

cas, il faut accepter le fait qu'il y aura du chômage et se contenter de faciliter les conditions d'octroi de l'assurance chômage pour éviter un effet de second round (une baisse de la demande intérieure suite à la baisse de revenu dans les secteurs d'exportation). Par ailleurs, il ne faut pas freiner les éventuels changements structurels nécessaires, par exemple dans le secteur bancaire. La difficulté est bien sûr de distinguer entre les changements conjoncturels et structurels (des éléments de réflexion ont été présentés au §2.2.5).

Considérons d'abord les critères de sélection pour le choix des mesures discrétionnaires, puis la question de la composition souhaitable d'un plan de stabilisation (investissements publics, transferts, déductions fiscales, etc...), et finalement son ampleur optimale.

6.2.1 Critères de sélection

Comme nous l'avons vu au chapitre 5, nous ne disposons pas d'évaluations fiables des multiplicateurs. Ceci tient au fait que la valeur du multiplicateur correspondant à un stimulus dépend du contexte (notamment du taux de chômage et du caractère accommodant ou non de la politique monétaire) et des détails de conception du stimulus. Par ailleurs, quantifier ces multiplicateurs présente des difficultés statistiques (notamment pour distinguer les liens réciproques entre la politique budgétaire et l'évolution du PIB). Finalement, l'impact d'une politique de stabilisation dépend de son influence sur la confiance des différents acteurs. Cet impact psychologique est important. Certains argumentent qu'il est crucial : peu importe quels stimuli l'Etat choisit, ce qui compte c'est que l'Etat fasse quelque chose, de sorte à rassurer la population en donnant l'impression de maîtriser la crise, ce qui relancera la demande. On rétorquera que si l'Etat fait n'importe quoi, alors la population risque d'en déduire que l'Etat panique. De plus, si le plan de stabilisation implique un endettement trop important, ceci peut engendrer des craintes sur la durabilité des finances de l'Etat. Mais l'endettement de l'Etat à la fin de la crise risque aussi d'être plus élevé si l'insuffisance des mesures conjoncturelles rend cette crise plus longue et plus profonde. On constate que la question de l'impact psycholo-

gique est complexe. Elle relève autant de la psychologie des masses que de l'économie. Pour cette raison, nous ne la thématiserons guère, même s'il ne faut jamais la perdre de vue.

Ne disposant pas d'estimations fiables des multiplicateurs pour les différents stimuli conjoncturels, il convient plutôt de se fonder sur des critères qualitatifs. Nous reprenons ici les critères T-T-T (timely, targeted, temporary) en précisant ce que nous entendons par « ciblé » :

A) Le stimulus doit pouvoir être mis en œuvre en temps utile (timely)

Le premier critère que doit satisfaire chaque mesure conjoncturelle est de pouvoir être mise en œuvre en temps utile. En particulier, il faut que ses effets se manifestent avant la fin de la crise.

B) Le stimulus doit être ciblé (targeted)

Investissements publics : cibler les secteurs menacés par le chômage

Les mesures conjoncturelles ne stimulent l'économie que si elles conduisent à l'utilisation de capacités de production qui ne seraient pas utilisées en l'absence de ces mesures (notamment les travailleurs au chômage). Ceci signifie qu'il faut par exemple éviter de lancer des investissements publics dans un secteur qui n'est pas menacé par le chômage. La difficulté réside dans le fait que les projets prennent du temps pour être mis en œuvre, et qu'il peut être trop tard pour intervenir lorsque l'on constate du chômage dans un secteur. La solution à ce problème est double. Premièrement anticiper autant que possible les décisions, de sorte à ce que les délais soient rendus aussi courts que possible. Deuxièmement, se baser sur des indicateurs avancés (tels que l'état des carnets de commande) plutôt que sur le taux de chômage lui-même. Il doit y avoir une décision en deux temps : premièrement réunir les projets rapidement réalisables et préparer le terrain, deuxièmement décider de la mise en œuvre de ces projets quand des indicateurs avancés indiquent que les secteurs concernés vont

souffrir de la crise. Si l'on ne peut pas cibler ces projets, il est alors préférable d'y renoncer. Notons que si la crise devait devenir très grave et toucher tous les secteurs, alors la question de cibler les secteurs pertinents perdrait de son importance.

Ne pas réaliser d'investissements de moindre utilité

Il est évident que les investissements utiles sont préférables aux investissements inutiles. La question est de savoir si, pour stimuler l'économie, il est souhaitable de réaliser aussi des investissements qui, par manque d'utilité, n'auraient jamais été effectués (même plus tard) en l'absence de crise. Keynes a défendu de façon frappante la thèse que, plutôt que de ne rien faire, il vaut mieux payer des travailleurs pour creuser des trous et les reboucher. Mentionnons plusieurs objections contre la thèse de Keynes. D'abord, au lieu de payer les gens pour creuser un trou et le reboucher, on peut leur donner une allocation de l'assurance chômage.⁶⁶ Par ailleurs, un investissement prend du temps, et le risque existe qu'il intervienne trop tard pour relancer l'économie. Dans ce cas, il faut au moins que l'investissement ait une utilité en soi. De plus, si les mesures sont mal ciblées (si elles concernent par exemple un secteur où il n'y a pas de chômage), alors il n'y aura pas d'effet de stimulation de l'économie (mais plutôt une augmentation des prix dans le secteur considéré). Dans ce cas également, il faut au moins que l'investissement ait une utilité en soi. Nous considérons donc qu'il est préférable d'effectuer des transferts (plus faciles à mettre en oeuvre en temps utile et de façon ciblée) plutôt que des investissements qu'on ne réaliserait qu'à cause de la crise.

Cibler les transferts vers ceux qui ont tendance à dépenser

Les transferts doivent viser ceux qui ont tendance à dépenser plutôt qu'à épargner. Concrètement, cela signifie viser ceux qui ont peu de ressources, comme les bénéficiaires de prestations complémentaires (AVS/AI), les bénéficiaires de subventions pour les primes d'assurance maladie ou les bénéficiaires de l'aide sociale.

Ne pas viser un équilibre régional

Le fait qu'il faut viser les secteurs menacés par le chômage signifie qu'il ne faut pas chercher à stimuler toutes les régions de la Suisse de la même façon si elles ne sont pas touchées de la même façon par la crise.⁶⁷ Ceci risque d'être difficile politiquement, puisque les membres du Parlement défendent les intérêts de leur région.

C) Les mesures doivent être transitoires (temporary)

Un problème conjoncturel est un problème transitoire qui justifie des mesures transitoires, mais pas des mesures permanentes. Certes, certaines baisses d'impôt stimulent davantage la consommation si elles sont permanentes (et constituent donc une augmentation permanente du revenu disponible après impôt) que si elles sont transitoires. Une baisse d'impôt permanente implique toutefois une augmentation permanente des déficits (ce qui n'est pas autorisé par le frein à l'endettement), une baisse permanente des dépenses ou une augmentation d'autres impôts. Or, il n'y a pas de raisons de penser que le niveau souhaité du déficit, des dépenses publiques ou de la

66 Certes, ceux qui reçoivent les prestations de l'assurance chômage sont conscients d'être dans une situation précaire, ce qui ne les incite pas à dépenser. Mais on peut espérer que l'incitation à l'épargne ne sera pas trop grande si les chômeurs ont la garantie de recevoir les prestations de l'assurance chômage tant que la crise reste profonde. De plus, un transfert présente l'avantage d'être mieux ciblé qu'un investissement qui profite aussi aux détenteurs du facteur capital dont la propension marginale à consommer est vraisemblablement plus basse que celle des travailleurs.

67 On peut certes notamment rétorquer qu'il est logique de respecter un équilibre régional dans la mesure où l'on ne croit pas à l'efficacité des stimuli conjoncturels (sauf via son impact psychologique). Mais il conviendrait alors vraisemblablement de réduire le plan de stabilisation.

structure des impôts soit à long terme modifié par le fait qu'une crise conjoncturelle se soit produite.

Faut-il encore envisager d'autres critères ?
Discutons les critères suivants que l'on trouve dans la littérature :

– **Permanent, pervasive, predictable**

Nous avons repris les critères que Lawrence Summers a proposés : « timely », « targeted », et « temporary ». A l'opposé de Summers, John Taylor⁶⁸ propose les critères suivants : « permanent », « pervasive » et « predictable ». Nous avons dit pourquoi nous pensons que les mesures doivent être transitoires plutôt que permanentes, et ciblées plutôt qu'universelles. Il y a certes un argument pour que les mesures soient prévisibles, de sorte que les différents acteurs les intègrent dans leurs anticipations. Mais la prévisibilité est une vertu qui a ses limites. Ainsi, une baisse de la TVA qui entrerait en vigueur dans 6 mois aurait tendance à inciter à retarder la consommation pour profiter de cette baisse, ce qui aurait durant cette période un effet procyclique.

– **Critères du FMI**

Le FMI propose les critères suivants : « The optimal fiscal package should be timely, large, lasting, diversified, contingent, collective, and sustainable: timely, because the need for action is immediate; large, because the current and expected decrease in private demand is exceptionally large; lasting because the downturn will last for some time; diversified because of the unusual degree of uncertainty associated with any single measure; contingent, because the need to reduce the perceived probability of another « Great Depression » requires a commitment to do more, if needed; collective, since each country that has fiscal space should contribute; and sustainable, so as not to lead to a debt explosion and adverse

reactions of financial markets ». ⁶⁹ Nous déplorons qu'être ciblé ne fasse pas partie de cette liste de critères. Le FMI est probablement surtout préoccupé par la situation aux Etats-Unis où la crise a débuté, connaît une ampleur considérablement plus grande qu'en Suisse et touche davantage de secteurs. Comme nous l'avons dit ci-dessus, être ciblé constitue actuellement un critère important pour le choix des mesures conjoncturelles en Suisse. Vu le peu d'informations dont nous disposons, il peut certes être pertinent de diversifier les stimuli. Il convient toutefois d'exclure les stimuli dont on peut raisonnablement penser qu'ils sont inférieurs à d'autres. Par ailleurs, le FMI évoque de nombreux critères qui ne sont pas nécessairement compatibles entre eux (par exemple « large » et « sustainable »). Nous estimons plus important que les mesures conjoncturelles soient contingentes que de grande ampleur : il faut faire ce qui est nécessaire, plutôt que se fixer à priori un objectif sur l'ampleur du stimulus. En ce qui concerne l'aspect collectif, il semble difficile et pas nécessairement indispensable de coordonner les plans de relance des différents pays. Par contre, à ceux qui objectent qu'une partie de l'impulsion d'un programme de relance fuit à l'étranger, il faut répondre que ceci est justifié puisque réciproquement le pays profite par ses exportations des programmes lancés à l'étranger. Les effets nets ne sont toutefois pas nécessairement nuls si l'ampleur des stimuli conjoncturels diffère d'un pays à l'autre.

6.2.2 Quelle doit être la composition d'un stimulus conjoncturel ?

Considérons une situation où des mesures discrétionnaires sont nécessaires. Quelle doit être la composition de ce stimulus ? Une façon habituelle de classer les stimuli conjoncturels consiste à distinguer entre les dépenses publiques et les baisses d'impôt. D'un point de vue économique, il nous paraît toutefois préférable de

68 Taylor (2008).

69 Spilimbergo et al. (2008).

distinguer entre d'une part les investissements publics (par exemple la construction d'infrastructures publiques)⁷⁰ et d'autre part les transferts (ces transferts pouvant être effectués par des subventions ou par des réductions d'impôt).

Nous partons de l'idée que l'objectif est d'obtenir une certaine réduction du chômage pour une dépense minimale. Nous discutons d'abord le choix entre investissements publics et transferts. Ensuite, nous considérons le cas où un transfert est souhaitable, et examinons si ce transfert doit être effectué par les dépenses publiques ou via des réductions d'impôt.

Investissements publics versus transferts

Quelles sont les différences entre un investissement public et un transfert ? Concrètement, quelles sont les différences entre engager un chômeur pour construire une infrastructure publique et transférer une allocation chômage à ce chômeur ? Il y a plusieurs différences.

Premièrement, dans le premier cas l'Etat reçoit une infrastructure (durable) en contrepartie de son argent, et le travailleur fournit un travail (avec l'acquisition ou le maintien des compétences que cela implique). Deuxièmement, le travailleur a un travail, et évite ainsi les angoisses des chômeurs. Ses anticipations sur ses revenus futurs sont plus favorables, ce qui (toutes choses étant égales par ailleurs) l'encourage à dépenser. Troisièmement, les prestations de l'assurance chômage ont un effet de désincitation au travail (comparé par exemple à la situation où de telles prestations n'existeraient pas). On peut résumer ces réflexions par une équation mnémotechnique qui indique les différences entre investissements publics et transferts visant les mêmes bénéficiaires (dans l'exemple ci-dessus, les chômeurs) :

$$\text{Investissement public} = \text{transfert} + \text{contrepartie} + \text{anticipations} - \text{incitations}$$

70 Toutes choses étant égales par ailleurs, les dépenses publiques sont d'autant plus appropriées qu'elles concernent des biens ou services présentant une utilité sur une longue période, de sorte à bénéficier aussi à ceux qui participeront au financement de ces dépenses en assumant le poids de la dette. Une accumulation d'investissements durant la crise devrait permettre de réduire les investissements après la crise (ceci n'est certes pas automatique) et ainsi de compenser l'endettement généré par ces investissements.

Deux points n'apparaissent pas dans cette équation. Premièrement, il est plus facile de rendre un investissement public transitoire, et même réversible (compenser l'endettement nécessaire pour ce stimulus en épargnant à la date où l'investissement public était originalement prévu). Deuxièmement, le transfert est plus facile à cibler sur certains bénéficiaires (en tous cas en ce qui concerne le 1^{er} round) que les investissements publics. En effet, des transferts peuvent être délivrés à un certain groupe de personnes, alors qu'un investissement public vise un objet et bénéficie à tous ceux qui contribuent à la construction de cet objet. Notons que le transfert (par exemple aux chômeurs) est 100 % sans fuite à l'étranger au 1^{er} round (ensuite le chômeur dépensera une partie de cette allocation pour des importations), alors que l'investissement public bénéficie vraisemblablement partiellement à l'étranger dès le 1^{er} round (ne serait-ce que via les inputs importés qui entrent dans la construction de l'infrastructure publique).

Faut-il préférer les investissements publics ou les transferts ? A priori, si l'investissement est utile, et qu'il n'y a pas de crowding-out (les travailleurs participant au programme auraient été au chômage en l'absence de cet investissement, ce qui suppose que le programme soit bien ciblé et effectué en temps utile), alors l'investissement public est préférable au transfert puisqu'il apporte une contrepartie à l'Etat et évite aux travailleurs les angoisses du chômage. De plus, le fait que la réalisation de l'investissement public ait été avancée dans le temps permet de ne pas le réaliser plus tard (au moment où il aurait été effectué en l'absence de crise), ce qui engendrera une économie qui permettra grosso modo de compenser l'endettement réalisé pour financer aujourd'hui cet investissement.⁷¹ Ceci est vrai si d'autres investissements qui devaient être réalisés encore plus tard ne sont pas avancés pour

prendre la place des investissements déjà réalisés. Mais des investissements publics pouvant être mis en œuvre de façon ciblée (à la fois sur les secteurs et dans le temps) ne sont pas nécessairement nombreux. Une fois ce stock de projets épuisé, il est préférable d'organiser des transferts plutôt que de recourir à des projets moins utiles ou moins ciblés.

On pourrait objecter que s'il est préférable qu'un investissement soit utile, cela n'est pas nécessaire : un investissement public relance l'économie même s'il est aussi inutile que creuser un trou et le reboucher. Nous pouvons reprendre de façon plus approfondie la discussion amorcée au §6.2.1. Si on néglige les anticipations et les incitations dans notre équation mnémotechnique, un investissement inutile est grosso modo équivalent à un transfert. D'où l'argument : si un investissement est préférable à un transfert dans le meilleur des cas, et équivalent à un transfert dans le pire des cas, alors il convient de se centrer sur les investissements et de renoncer aux transferts. La réponse est simple : même si un investissement est équivalent à un transfert dans le pire des cas, ce transfert aurait pu être mieux ciblé s'il avait été conçu dès le début en tant que transfert. Si l'investissement est mal ciblé, il faut au moins qu'il ait une utilité en soi. Par ailleurs, un investissement prend du temps, et le risque existe qu'il intervienne trop tard pour relancer l'économie. Dans ce cas aussi, il faut au moins qu'il ait une utilité en soi. Il faut aussi éviter de mettre en place un investissement qui n'est pas véritablement utile, mais dont il faudra continuer de payer les coûts de fonctionnement lorsque la crise sera finie.

En sens inverse, certains argumentent qu'un transfert est toujours préférable à un investissement public, car les privés dépensent de façon optimale, alors que le choix des investissements

⁷¹ La compensation n'est pas nécessairement exacte, d'une part parce qu'il faut tenir compte du service de la dette (mais il faut alors aussi tenir compte du fait que l'investissement fournit une utilité plus tôt que prévu), et surtout parce que le coût de l'investissement est généralement plus faible lorsque ceux qui produisent cet investissement manquent de travail.

publics est soumis à la pression de lobbies (surtout lorsqu'il y a soudainement beaucoup d'argent à dépenser rapidement). Cet argument néglige toutefois deux points. Premièrement, nul ne considère que les dépenses et investissements privés sont toujours supérieurs aux investissements publics, sinon il n'y aurait jamais d'investissements publics (en fait, il existe des défaillances de marché qui font que certains investissements publics sont souhaitables). Ceci dit, il convient de maîtriser les appétits des lobbies. Deuxièmement, l'argent dépensé pour les investissements publics finira dans des poches privées (en Suisse dans la mesure où il n'y a pas trop de fuites dès le 1^{er} round) qui pourront le dépenser comme cela leur convient.

En conclusion, nous préférons les investissements publics tant que ceux-ci sont utiles et ciblés. Mais lorsque le stock de tels investissements est épuisé, il vaut mieux effectuer des transferts plutôt que de réaliser des investissements qu'on n'aurait jamais effectué en l'absence de crise ou qui sont mal ciblés.

Transfert par dépense publique versus réduction d'impôt

Si les investissements publics ne suffisent pas et qu'il faut réaliser des transferts, est-il préférable de les réaliser via des dépenses publiques (par exemple envoyer un check à chaque habitant) ou

des réductions d'impôt (par exemple réduire le taux de la TVA) ? Notons qu'une partie de ces transferts se produit automatiquement, par exemple via l'assurance chômage. Conformément aux critères discutés au §6.2.1, nous partons de l'idée que l'augmentation de transferts visant à stimuler l'économie est transitoire. Par ailleurs, nous supposons que ces transferts sont financés par l'endettement.⁷²

A priori, on pourrait penser qu'un transfert via des dépenses publiques est équivalent à une réduction d'impôt. Il est vrai qu'envoyer un chèque de 500 francs à chaque habitant, ou réduire ses impôts de 500 francs (quitte à ce que pour certains l'impôt devienne négatif) semble équivalent. Il faut toutefois prendre en compte deux points. Premièrement, il y a des différences administratives qui peuvent avoir leur importance, puisque qu'une mesure conjoncturelle doit pouvoir être rapidement mise en œuvre pour ne pas rater sa cible. Deuxièmement, les baisses d'impôts envisagées concrètement (par exemple une baisse de la TVA) ne profiteront pas aux mêmes bénéficiaires que les transferts envisagés (par exemple en faveur des bénéficiaires des prestations complémentaires).⁷³ De façon générale, les propositions concrètes de transfert via des dépenses publiques sont davantage ciblées vers les personnes disposant de peu de ressources que les propositions de baisse d'impôt, et sont

72 Si le multiplicateur fiscal est plus faible que le multiplicateur des dépenses, l'Etat peut stimuler l'économie sans s'endetter (théorème d'Haavelmo). Mais compte tenu de l'incertitude sur les valeurs des multiplicateurs, ceci n'est pas une approche prometteuse.

73 Une baisse de la TVA est souvent proposée pour stimuler l'économie. Comme toutes les baisses d'impôts, elle présente l'inconvénient d'être mal ciblée (moins toutefois qu'une baisse du taux d'imposition sur le revenu). Mais contrairement à d'autres réductions d'impôt, elle a le mérite d'être plus efficace quand elle est transitoire. Elle présente aussi l'avantage que l'on peut bénéficier davantage de cette baisse d'impôt si on augmente sa consommation. Il n'est toutefois pas évident que les consommateurs augmenteront véritablement leur consommation dans un climat d'incertitude (surtout si la baisse de la TVA est faible). Dans ce cas, la baisse de TVA leur permet de dépenser moins pour consommer la même chose. Le transfert par la baisse de la TVA est alors finalement épargné. De plus, il n'est pas sûr que les producteurs répercutent entièrement la baisse de TVA sur leurs clients. Dans la mesure où la baisse est répercutée, cela peut avoir un impact négatif sur la stabilité des prix en cas de déflation. Par ailleurs, si la baisse de TVA a un impact sur la consommation, alors elle est difficile à mettre en œuvre puisque toute anticipation d'une baisse a un impact négatif (puisqu'elle incite à retarder la consommation). L'anticipation de la baisse d'autres impôts peut par contre avoir un impact stimulant.

donc plus efficaces pour stimuler la conjoncture puisque ces transferts auront davantage tendance à être consommés plutôt qu'épargnés.⁷⁴

Les partisans des baisses d'impôts argumentent souvent en termes d'incitations. Les transferts par les dépenses publiques qui ont concrètement été proposés n'ont généralement pas d'effets incitatifs (par exemple donner 500 francs à chaque habitant), ou ont des effets incitatifs négatifs (par exemple une désincitation au travail).⁷⁵ On argumente souvent que les transferts via une réduction des taux d'imposition ont par contre un effet incitatif positif car une réduction des taux d'imposition réduit les distorsions fiscales. Cet argument ne nous semble toutefois pas être pertinent en cas de crise de la demande (indépendamment de ce que l'on peut en penser dans des conditions normales). Ainsi, une baisse de la TVA n'incitera pas nécessairement les consommateurs à consommer beaucoup plus s'ils veulent épargner pour mieux faire face à l'incertitude économique. De même, augmenter la déductibilité fiscale des investissements n'incitera pas nécessairement à investir davantage compte tenu de l'incertitude face à l'évolution de la demande. De façon générale, les effets incitatifs ne sont pas déterminants lors d'une crise de la demande, car les choix des différents acteurs sont essentiellement déterminés par le haut niveau d'incertitude qui règne durant une telle crise.

Dans ces conditions, on peut s'étonner que certains auteurs tels que Gregory Mankiw

plaident pour des réductions d'impôts : « I prefer monetary policy to fiscal policy and, within fiscal policy, I prefer the use of tax instruments to government spending as a tool for short-run demand management ». ⁷⁶ Mankiw se base sur une étude de Christina et David Romer⁷⁷ qui trouvent un multiplicateur élevé pour une modification des impôts : « Our baseline specification suggests that an exogenous tax increase of one percent of GDP lowers real GDP by roughly three percent. Our many robustness checks for the most part point to a slightly smaller decline, but one that is still well over two percent. [...] investment falls sharply in response to exogenous tax increases. Indeed, the strong response of investment helps to explain why the output consequences of tax changes are so large ». Il semble donc que ce multiplicateur élevé provienne notamment du fait que la modification d'impôt change les incitations à investir. Or ce mécanisme est peu vraisemblable dans le cas d'une crise de la demande où les firmes renoncent à investir à cause de l'incertitude face à l'évolution de la demande. Dans ce contexte, il paraît raisonnable de croire en une valeur plus faible du multiplicateur correspondant aux baisses d'impôts. D'ailleurs, dans un papier⁷⁸ qu'elle a récemment co-signé en tant que Directrice du Council of Economic Advisers, Christina Romer utilise un multiplicateur de 0,99.

Nous concluons donc que, pour stimuler l'économie lors d'une crise de la demande, les transferts par les dépenses publiques sont préférables

74 Nous négligeons ici la possibilité que les transferts aux personnes ne disposant que de peu de ressources soient davantage utilisés pour acheter des biens et services importés, ou se concentrent sur des secteurs peu touchés par la crise, ce qui réduirait leur capacité à stimuler l'économie suisse.

75 Les transferts à octroyer dans le cadre de la formation constituent une exception.

76 Mankiw Gregory (14 janvier 2009), « Fama on Fiscal Stimulus », blog de Mankiw, lien : <http://gregmankiw.blogspot.com/2009/01/fama-on-fiscal-stimulus.html>

Mankiw présente de façon plus approfondie son point de vue notamment dans les textes suivants :

– Mankiw (2009).

– Mankiw (5 février 2009), « My Preferred Fiscal Stimulus », blog de Mankiw, lien : <http://gregmankiw.blogspot.com/2009/02/my-preferred-fiscal-stimulus.html>

77 Romer & Romer (2007).

78 Romer & Bernstein (2009).

aux transferts par les réductions d'impôts. Une réserve concerne la possibilité d'avancer des baisses d'impôt qui ont déjà été décidées indépendamment de la crise : ceci peut être opportun si cette baisse d'impôt est suffisamment bien ciblée.

Transfert pur ou transfert en échange d'une contrepartie ?

Les transferts que nous avons considérés ci-dessus sont des transferts purs, dans le sens qu'ils sont accordés sans contrepartie. En principe, on peut imaginer de demander en échange du transfert une contrepartie qui bénéficie aussi à la société. Cette contrepartie peut par exemple être un investissement privé en capital humain (formation) ou physique (par exemple l'assainissement énergétique de son propre bâtiment). Le transfert se rapproche alors d'un investissement public. A priori, les investissements publics que l'on aurait réalisés plus tard en l'absence de crise restent préférables à des investissements privés que l'on n'aurait jamais subventionnés en l'absence de crise. Par contre, si en l'absence de crise ces investissements privés auraient bénéficié plus tard de subventions, alors on peut partir de l'idée qu'ils ont une utilité comparable aux investissements publics. On peut aussi se demander s'il n'est pas préférable de toujours demander une contrepartie en échange d'un transfert visant à stimuler l'économie. Il faut toutefois tenir compte du coût que fournir cette contrepartie représente pour le bénéficiaire ainsi que du coût pour l'Etat de contrôler que cette contrepartie a bien été fournie. En l'absence de contrepartie utile (indépendamment de la crise), il est généralement préférable d'effectuer un pur transfert sans contrepartie.

Même lorsque le bénéficiaire fournit une contrepartie en échange d'un transfert, on ne peut pas conclure que c'est grâce à ce transfert que la contrepartie a été générée. En effet, dans la mesure où la contrepartie est un investissement

privé qui profite en premier lieu à la personne qui effectue l'investissement, il est possible que cet investissement aurait été réalisé même en l'absence de transfert (c'est ce que l'on appelle « l'effet d'aubaine »). Pour un investissement public, il est par contre plus facile de déterminer si cet investissement était déjà prévu à cette date indépendamment de la crise.

Comment effectuer les transferts par les dépenses publiques ?

Nous ne discutons pas ici en détail comment les transferts par les dépenses publiques doivent être effectués. Nous évoquons toutefois brièvement quelques points pour montrer que le diable se cache dans ces détails. La rapidité et la prise en compte des coûts administratifs incitent à utiliser les canaux existants, tels que les réductions de primes pour l'assurance maladie ou une augmentation transitoire des prestations complémentaires à l'AVS et à l'AI. Les canaux existants n'ont toutefois pas été conçus pour mener une politique conjoncturelle, ce qui peut poser des problèmes. Sachant que dans certains cantons la majorité de la population bénéficie de réductions de primes, utiliser ce canal permet-il de bien cibler les transferts ? Les cantons aident les plus démunis par plusieurs canaux, dont les poids relatifs diffèrent d'un canton à l'autre. Utiliser un de ces canaux pour mener une politique conjoncturelle ne risquerait-il pas d'engendrer non seulement des inégalités, mais aussi des inefficiences (ainsi, le ciblage risque d'être perturbé si certains cantons ne ciblent que les pauvres par ce canal, alors que d'autres cantons ciblent aussi la classe moyenne) ? Par ailleurs, il est important que ces transferts soient effectués de sorte que tous soient conscients de son caractère transitoire.⁷⁹ La communication peut jouer à cet égard un rôle important. La question se pose aussi de savoir si un bénéficiaire doit recevoir son transfert en plusieurs tranches ou en une seule. Ce choix dépend essentiellement de facteurs psychologiques. Un transfert en une unique tranche sera-t-il

79 On parle ici du caractère transitoire des transferts et non pas du caractère réversible. On n'imagine en effet mal que ces transferts puissent être réversibles (sauf pour les transferts via l'assurance chômage, puisque cette assurance est sensée dégager un surplus en période de boom pour financer les déficits engendrés en récession).

plus clairement transitoire ? Un transfert en plusieurs petites tranches sera-t-il davantage dépensé ?

Le tableau 6.1 résume, pour différents types de stimuli, les avantages et inconvénients, en se

limitant aux critères T-T-T (timely, targeted et temporary). Ce tableau est relativement grossier puisqu'il ne qualifie que les types de stimuli. Ainsi, à quel point il est difficile de réaliser rapidement les baisses d'impôts dépend du type d'impôt (direct, indirect) et des détails de mise en œuvre.

Tableau 6.1 : Avantages et inconvénients de différents types de stimuli

Avantages et inconvénients de différents types de stimuli		timely	targeted	temporary
Maintien des dépenses (malgré une baisse conjoncturelle des recettes)		+	0	+
Investissements publics		0*	+	+
Transferts	par dépenses	0	+	0
	par baisses d'impôt	0	-	0

Un signe « + » signale que le stimulus en question présente un avantage sur le critère considéré, alors que le signe « - » signale un désavantage. Le signe « 0 » indique une situation intermédiaire.
*Dans la crise actuelle (ce serait « - » pour une crise qui n'est pas anticipée)

6.2.3 Quelle doit être l'ampleur d'un stimulus conjoncturel ?

Idéalement, l'ampleur du stimulus conjoncturel serait choisie de sorte à ce que son coût marginal soit égal à son bénéfice marginal. Bien sûr, ceci reste très théorique car nous ne disposons pas des informations nécessaires pour tracer les courbes de coût marginal et de bénéfice marginal.

L'incertitude (notamment sur l'ampleur prévisible de la crise et sur les multiplicateurs) est un élément clef à prendre en compte dans la concep-

tion d'une politique conjoncturelle budgétaire. Il n'est toutefois pas clair si cette incertitude devrait inciter à la prudence ou à l'audace. L'appel à la prudence est facile à comprendre : si le stimulus risque d'être inefficace, alors il vaut mieux ne pas prendre le risque de lancer un grand stimulus qui pourrait être vain (voir par exemple Arnold Kling⁸⁰). Les arguments pour l'audace sont les suivants. Paul Krugman⁸¹ argumente qu'il est préférable de se tromper en stimulant trop l'économie plutôt que pas assez, car la politique monétaire peut toujours freiner l'économie si le

80 Kling Arnold (5.1.2009), « Against the Big Stimulus », son blog : http://econlog.econlib.org/archives/2009/01/against_the_big.html.

81 Krugman Paul (10 novembre 2008), « Stimulus Math », son blog : <http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/11/10/stimulus-math-wonkish/>.

stimulus est trop fort (en augmentant le taux d'intérêt), mais peut difficilement l'accélérer s'il est trop faible (dans un contexte où la limite du taux d'intérêt nominal nul est atteinte). Mark Thoma⁸² estime aussi qu'il vaut mieux en faire trop que pas assez: « I am arguing that there are crucial economic and psychological «tipping points» that must be reached in order for the economic recovery package to be effective (or at least, there's enough of a chance that they exist that they cannot be ignored when formulating robust policy) ». Certains argumentent qu'il vaut mieux risquer d'en faire trop que pas assez, car ils jugent que la perte de bien-être serait plus forte si on en fait trop peu que si on en fait trop.

L'ambition d'un plan conjoncturel suisse ne peut être que d'éviter les effets de second round, et pas de compenser des effets de 1^{er} round tels que la baisse de demande pour nos exportations. Vu l'incertitude, il nous paraît souhaitable de préparer un faisceau de mesures prêtes à être mises en œuvre, mais de ne mettre en œuvre chaque mesure qu'au moment où elle est utile. La politique conjoncturelle budgétaire peut souvent être mise en œuvre rapidement une fois que les décisions politiques sont prises, mais il faut mettre à profit le temps dont nous disposons avant que la crise ne nous touche de plein fouet pour préparer et adopter ces mesures. Il s'agit idéalement de décisions conditionnelles du type « un programme d'assainissement énergétique des bâtiments est mis en œuvre si le taux de chômage (ou plutôt un indicateur avancé tel que l'état des carnets de commande) dans le secteur de la construction dépasse un certain seuil ». Il faut se préparer au pire et donc prévoir un large faisceau de mesures. Mais si le pire ne se produit pas, toutes ces mesures ne seront pas mises en œuvre.

Nous rejetons l'idée qu'il faudrait décider a priori d'effectuer un stimulus d'une certaine ampleur (par exemple un certain pourcentage du PIB). En

effet, il n'est ni possible ni souhaitable de complètement compenser par des stimuli la baisse du PIB due à la crise (l'output gap).⁸³ Il n'est pas souhaitable de combler complètement cette baisse dès lors que l'on tient compte du fait qu'il faudra plus tard assumer le poids de l'endettement nécessaire pour financer les stimuli (intertemporal trade-off). De plus, dans une optique schumpétérienne, il est souhaitable que certaines ressources ne soient transitoirement pas employées de sorte à mieux pouvoir se recombinaient (ceci dit, le chômage peut entraîner une dépréciation du capital humain). Même si l'on voulait combler complètement l'output gap, on ne le pourrait pas: il n'est pas possible de compenser la baisse des exportations par une augmentation de la demande intérieure. Même si l'on voulait et pouvait combler complètement l'output gap, les incertitudes (notamment sur l'efficacité des mesures proposées) empêcheraient de calculer l'ampleur requise du stimulus. Plutôt que de viser un stimulus égal à un certain pourcentage du PIB, nous proposons (en particulier pour la 3^{ème} phase) de veiller surtout à ne pas mener une politique budgétaire restrictive. Des mesures allant au delà d'assurer la neutralité de la politique budgétaire peuvent être envisagées si elles sont utiles et si les dépenses extraordinaires qu'elles impliquent peuvent être à terme remboursées.

6.3 Nos recommandations en cas de 3^{ème} phase du plan de stabilisation

Voici nos recommandations pour une éventuelle 3^{ème} phase du plan de stabilisation. Des dépenses extraordinaires peuvent être nécessaires pour rendre les dépenses de la Confédération indépendantes de la conjoncture. La conjoncture peut exiger que des mesures discrétionnaires soient prises pour renforcer l'assurance chômage, avec l'endettement supplémentaire que cela implique pour la Confédération qui devrait accorder des prêts de trésorerie supplémentaires en faveur de l'assurance chômage (mais des mesures addition-

82 Thoma Mark (11 janvier 2009), « Christina Romer on YouTube on the Stimulus Plan », son blog: <http://economistsview.typepad.com/economistsview/2009/01/christina-romer-on-youtube-on-the-stimulus-plan.html>

83 Notons que même si compenser complètement l'output gap était à la fois souhaitable et possible, il ne faudrait compléter que ce qui n'a pas été comblé par les stabilisateurs automatiques et la politique monétaire.

nelles contre le chômage peuvent éventuellement être financées directement par la Confédération sans passer par l'assurance chômage). Notons qu'il existe un mécanisme qui oblige l'assurance chômage à rendre plus tard à la Confédération l'argent qui lui a été prêté. De même, la règle complémentaire au frein à l'endettement récemment adoptée par le Parlement spécifie le rythme auquel les dépenses extraordinaires doivent être compensées (en 6 ans, sauf exception).

– **Maintenir les dépenses publiques**

La prise en compte de la conjoncture dans le cadre du mécanisme du frein à l'endettement devrait idéalement rendre le niveau des dépenses indépendant de la conjoncture. Ce but ne sera toutefois pas nécessairement atteint, car ce mécanisme ne prend pas parfaitement en compte la conjoncture. Au cas où la présente crise ferait baisser le plafond des dépenses de façon substantielle, il faudrait compenser cette baisse par des dépenses extraordinaires. Notons que les baisses d'impôt prévues auraient conduit à un déficit structurel même en l'absence de crise (voir tableau au §5.3 de la « Botschaft über die 2. Stufe der konjunkturellen Stabilisierungsmassnahmen »). Il faut non seulement s'autoriser un déficit conjoncturel, mais aussi renoncer à réduire le déficit structurel pendant la crise. Les cantons et les communes doivent aussi maintenir leurs dépenses publiques malgré la baisse des recettes. Il ne faut rien faire qui aille dans le sens d'une politique budgétaire restrictive et donc procyclique.

– **Renforcer les prestations de l'assurance chômage**

Il est important que les chômeurs puissent dans une large mesure conserver leur pouvoir d'achat, de sorte à éviter que le chômage conduise à une baisse de la demande, et aussi parce qu'il est juste d'aider les chômeurs dont

la perte de l'emploi est due à la crise et non pas à une faute personnelle. Nous saluons la décision (annoncée dans la « Botschaft über die 2. Stufe ») d'augmenter la durée du chômage partiel de 12 à 18 mois et de réduire le délai de carence à un jour. Si la crise dure, d'autres mesures en faveur des chômeurs seront nécessaires.

– **Transferts aux personnes ayant peu de ressources**

Si une stimulation supplémentaire de la demande est nécessaire, il faut le faire par des transferts vers les groupes de personnes ayant une propension élevée à consommer, par exemple les bénéficiaires des prestations complémentaires, les bénéficiaires de subventions pour les primes d'assurance maladie, ou les bénéficiaires de l'aide sociale. Comme les autres stimuli, les transferts doivent être réalisés au bon moment. Pour cela il faut d'abord préparer les canaux de distribution, de sorte à pouvoir plus tard réaliser aussi rapidement que possible les transferts lorsque la faiblesse de la demande des ménages le justifie. Il faut effectuer ces transferts par des dépenses publiques et non pas par une baisse des impôts (sauf dans le cas où l'on effectue plus tôt que prévu des baisses d'impôt décidées indépendamment de la crise et dont le ciblage est favorable à une stimulation de la demande). Il faut veiller à ce que ces transferts soient transitoires (ce qui peut avoir une influence sur le choix du canal, les modalités de mise en œuvre et la communication). L'ampleur de ces transferts est un choix politique puisqu'il implique une redistribution. De nombreuses questions restent ouvertes concernant les modalités de ces transferts. Quel canal utiliser ? Faut-il donner à chaque bénéficiaire son transfert en une seule tranche ou en plusieurs ? Comment communiquer le caractère exceptionnel de ces transferts ?

– **Il convient d’être réservé en ce qui concerne l’inclusion de nouvelles mesures conjoncturelles en faveur du secteur de la construction**

De façon générale, les investissements publics constituent le meilleur type de stimulus à condition qu’ils puissent être mis en œuvre en temps utile, qu’ils soient ciblés sur les secteurs menacés de chômage, et qu’ils soient utiles (suffisamment utiles pour qu’ils auraient été effectués plus tard en l’absence de crise). Vu les mesures déjà prises dans les deux premières phases du plan de stabilisation, il est peu vraisemblable qu’il reste encore beaucoup de projets satisfaisant ces conditions. En particulier, de nombreuses mesures en faveur du secteur de la construction ont été décidées dans le cadre de la seconde phase du plan de stabilisation alors que la situation économique dans ce secteur est encore satisfaisante. Les transferts sont préférables si ces investissements ne sont pas ciblés ou pas suffisamment utiles pour être réalisés en l’absence de crise. Si des mesures en faveur du secteur de la construction sont prises dans le cadre d’une 3^{ème} phase du plan de stabilisation, il convient de distinguer entre d’une part le rassemblement des projets susceptibles d’être mis en œuvre et la préparation de cette mise en œuvre, et d’autre part la décision effective de mise en œuvre qui doit dépendre des prévisions concernant le chômage dans le secteur.

– **Prolonger certaines mesures de la 2^{ème} phase**

Certaines mesures de la 2^{ème} phase qui sont limitées dans le temps pourraient être prolongées si la crise dure.

– **Les mesures conjoncturelles doivent être transitoires, et ce caractère transitoire doit être annoncé**

Les stimuli conjoncturels doivent être transitoires. Le caractère transitoire de ces mesures doit être annoncé de sorte à éviter que le programme de stabilisation ait un impact déstabilisateur en engendrant des anticipations

de problèmes budgétaires ingérables. La règle complémentaire au frein à l’endettement prévoit le remboursement à terme d’un endettement engendré par les dépenses extraordinaires dans le cadre d’une éventuelle 3^{ème} phase.

– **Montant des dépenses**

Le montant préalablement planifié (plan financier) constitue le minimum pour les dépenses de la Confédération. En ce qui concerne le maximum des mesures discrétionnaires, il faut notamment tenir compte des exigences de la règle complémentaire au frein à l’endettement. Vu la crise financière, il est nécessaire de conserver une marge de manœuvre budgétaire.

– **Suivre l’évolution de la conjoncture**

Il est important qu’il y ait une veille conjoncturelle visant à repérer immédiatement l’apparition de chômage dans certains secteurs. Il faut aussi repérer rapidement des signes d’un changement de nature de la crise, comme l’apparition d’un « credit-crunch » qui ferait que la crise ne serait plus en Suisse une « simple » crise de la demande. Rappelons que les mesures que nous proposons ne concernent qu’une crise de la demande. S’il s’agit plutôt d’une crise du crédit, alors d’autres mesures sont appropriées. Elles sont en cours d’élaboration par les instances responsables. Par ailleurs, au cas où la crise actuelle devait conduire à des bouleversements structurels, se poserait la question de savoir comment l’Etat pourrait accompagner ces changements.

– **Dans la mesure du possible, concevoir les stimuli de sorte à pouvoir en tirer des enseignements**

Nous ne disposons pas actuellement de valeurs fiables concernant les multiplicateurs. Or, le plan de stabilisation constitue une expérience grandeur nature. Dans la mesure du possible, il serait utile de concevoir les stimuli de sorte à faciliter la quantification de son impact. Ceci permettrait de savoir ex-post quelle a été son

efficacité, et constituerait un enseignement utile pour combattre d'autres crises à l'avenir. A titre d'exemple,⁸⁴ mentionnons le stimulus lancé aux Etats-Unis au printemps 2008 : « This spring, the US government handed out \$100 billion in tax rebates. [...] Because it was not administratively possible for the IRS to mail all rebate checks at once, rebates were mailed out to households during a nine-week period between mid-May and the end of July, or deposited into their accounts in one of the first three weeks of May. The particular week in which a check was mailed or deposited depended on the second-to-last digit of the taxpayer's Social Security number, a number

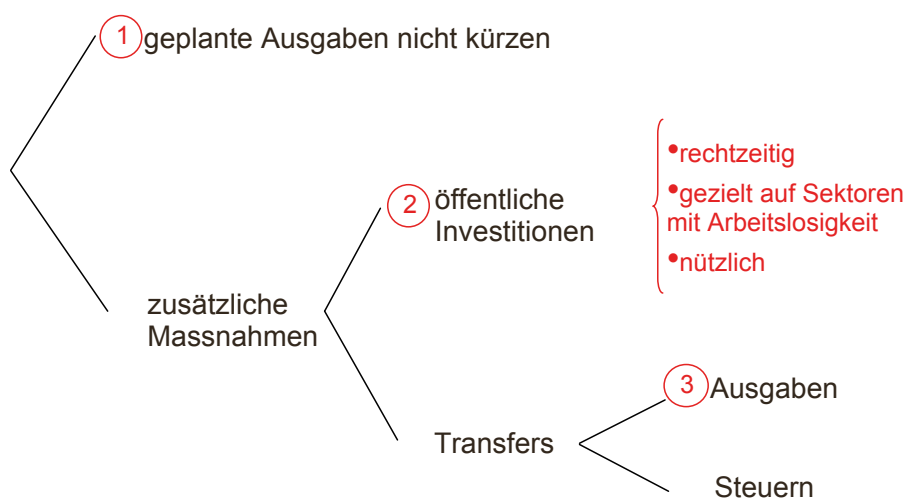
that is effectively randomly assigned. This randomization allows us to identify the causal effect of the rebate by comparing the spending of households that received the rebate earlier to that of households that received it later [alors que ces deux populations sont par ailleurs comparables]. Because of the experimental nature of the timing of rebate receipt and the wealth of information that we are working with, we can identify the effect of the rebate on spending without the interference of other concurrent factors – like high gas prices or lower interest rates – or households characteristics that are typically hard to observe ».⁸⁵

84 Il s'agit d'un exemple de stimulus conçu de sorte à faciliter l'évaluation. Le choix du type de stimulus n'est par contre pas un exemple à suivre, car il est mal ciblé.

85 Broda Christian et Jonathan Parker (2008), «The impact of the 2008 rebate», VOX, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1541>

La figure 6.1 résume nos priorités : d'abord ne pas réduire les dépenses (même si cela implique des dépenses extraordinaires à cause de la baisse des recettes), deuxièmement effectuer des investissements publics (mais seulement dans la mesure où il s'agit d'investissements utiles pouvant être réalisés en temps utile dans des secteurs touchés par la crise ; le stock de tels investissements est vraisemblablement très limité après les deux premières phases), et finalement effectuer des transferts sous forme de dépenses publiques.

Figure 6.1 : Mesures discrétionnaires prioritaires



7 Conclusion

La crise a touché la Suisse. La politique monétaire atteint ses limites. Lors d'une crise suffisamment grave, la politique budgétaire active a un rôle important à jouer pour contribuer à stabiliser l'économie. Dans ce cas, nous recommandons d'abord de ne pas mener de politique procyclique. Ceci implique par exemple de maintenir les dépenses même si les recettes baissent. Si l'ampleur de la crise devait justifier d'étendre les mesures discrétionnaires, cela devrait se faire essentiellement via des transferts. L'ampleur de ces transferts est un choix politique puisqu'il implique une redistribution. Ce choix doit tenir compte de l'objectif de pouvoir rembourser l'endettement correspondant dans les années qui suivront la fin de la crise. Il serait certes préférable d'effectuer des investissements publics utiles et pouvant être mis en œuvre en temps opportun dans les secteurs touchés par la crise. Mais le stock de tels investissements est vraisemblablement très réduit par les deux premières phases du plan de stabilisation. Par ailleurs, nous recommandons de ne pas effectuer des transferts par des baisses d'impôt ad hoc. Par contre, anticiper une baisse d'impôt déjà prévue, tout en renonçant transitoirement à une compensation par une

baisse des dépenses ou une augmentation d'autres impôts, peut stimuler l'économie sans impliquer les mêmes difficultés qu'un impôt ad hoc. En effet, le fait qu'une baisse permanente est alors désirée indépendamment de la crise facilite sa mise en œuvre en temps utile et élimine la question de son abrogation lorsque la crise sera finie.

De nombreuses questions restent ouvertes concernant les détails des modalités de mise en œuvre de ces recommandations. Soulignons également que nous n'avons pas abordé la question du soutien au fonctionnement du marché financier. Il faut aussi être attentif à une éventuelle émergence d'un « credit-crunch ». Par ailleurs, au cas où la crise actuelle devait conduire à des bouleversements structurels, se poserait la question de savoir si (et le cas échéant comment) l'Etat pourrait accompagner ces changements sans freiner l'ajustement structurel. Finalement, compte tenu de l'expérience que nous vivons actuellement, se pose également la question de savoir si des réformes permettraient de mieux faire face aux crises futures.

Literatur

- Akerlof, G.A. (2007) The Missing Motivation in Macroeconomics, *American Economic Review*, 97(1), 5–26.
- Al-Eyd, Ali J., Ray Barrell (2005), Estimating Tax and Benefit Multipliers in Europe, *Economic Modeling*, Vol. 22, pp. 759-76, 2005.
- Ammann, Y. (2008) Rôle et ampleur des stabilisateurs automatiques en Suisse, Staatssekretariat für Wirtschaft seco (internes Papier).
- BAK Basel Economics, Volkswirtschaftliche Auswirkungen des Entlastungsprogramms 04, Basel, Dezember 2004.
- Blanchard, Olivier, Roberto Perotti (2002), An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 4., pp. 1329-68, 2002.
- Botschaft des Bundesrates zur zweiten Stufe des Konjunkturpakets (2009)??
- Broda, Christian, Jonathan A. Parker (2008), The Impact of the 2008 Tax Rebate on Consumer Spending: Preliminary Evidence, mimeo, University of Chicago, GSB, July 2008.
- Bruchez, P.A. (2003) A Modification of the HP Filter Aiming at Reducing the End Point Bias, Working Paper des Ökonomenteams EFV Nr. 2/2003.
- Bryant R.C., D.W. Henderson, G. Holtham, P. Hooper and S. Symanski (eds.) (1988), *Empirical Macroeconomics for Interdependent Economies*, Washington DC, Brookings Institute, 1988.
- Carlin, W. and D. Soskice (2006) *Macroeconomics – Imperfections, Institutions and Policies*, Oxford.
- Colombier, C. (2009), Growth Effects of Fiscal Policies: An Application of Robust Modified M-Estimator, *Applied Economics - Special Theme: The Applied Economics of Fiscal Policy*, 41(7), 899–912.
- Colombier, C. (2004) Eine Neubewertung der Schuldenbremse, Working Paper des Ökonomenteams EFV Nr. 2.
- Colombier, C. (2003) Der Zusammenhang zwischen dem Bruttoinlandsprodukt und den Schweizer Bundeseinnahmen, Working Paper des Ökonomenteams EFV Nr. 5/2003.
- Dalsgaard, Thomas, Christophe Andre, Pete Richardson (2001), Standard Shocks in the OECD Interlink Model, OECD, Economics Department Working Papers No. 306.
- Di Bella, G. C. (2002) Automatic Stabilizers in France, IMF Working Paper, no. WP/02/199.
- Elmendorf, Douglas, Jason Furman (2008), If, When, How: A Primer on Fiscal Stimulus, The Hamilton Project, Strategy Paper, the Brookings Institution, January 2008.
- Elmendorf, Douglas W. and David L. Reifschneider (2002), Short-Run Effects of Fiscal Policy with Forward-Looking Financial Markets, *National Tax Journal*, Vol.LV, No. 3, September.
- Eggertsson, Gauti (2008), Great Expectations and the End of the Depression, *American Economic Review*, Vol.98, No.4, pp.1476–1516, 2008.
- Fricke, Th. (2009) Schrott schlägt Spott, *Financial Times Deutschland (FTD)*, [FTD-Wirtschaftswunder – Portal für Konjunktur und Wirtschaftspolitik](http://www.ftd.de/wirtschaftswunder/index.php?op=ViewArticle&articleId=1854&blogId=10), 20.02.2009.
- <http://www.ftd.de/wirtschaftswunder/index.php?op=ViewArticle&articleId=1854&blogId=10>
- Giavazzi, Francesco, Marco Pagano (1996), Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience, *Swedish Economic Policy Review*, Vol. 3, 1, Spring 1996.
- Giavazzi, Francesco, Marco Pagano (1990), Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary?, *Tales of Two Small European Countries*, NBER Working Paper No. 3372, 1990.

Girouard N. and C. André (2005), Measuring Cyclically-Adjusted Budget Balances for OECD Countries, OECD Economics Department Working Papers, No. 434.

Lien : <http://puck.sourceoecd.org/vl=1319571/cl=18/nw=1/rpsv/cgi-bin/wppdf?file=5lgpfmjmgp6k.pdf>

Gujarati, D. N. (2003) Basis Econometrics, 4th ed., Boston.

Hartwig, J. (2004) Quantitative Analyse der Auswirkungen wirtschaftspolitischer Massnahmen auf die Einkommensverteilung und das «neue magische Viereck» in der Schweiz, Arbeitspapiere der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich Nr. 90.

Hesse, H. (1998) Theoretische Grundlagen der «Fiscal Policy», 2. Aufl., München.

H.M. Treasury (2003), Fiscal Stabilisation and EMU, Discussion Paper.

International Monetary Fund (2009), The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis. Lien : <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf>

International Monetary Fund (2008a), World Economic Outlook, Financial Stress, Downturns, and Recoveries, October 2008.

International Monetary Fund (2008b), Fiscal Policy for the Crisis, Staff Position Note, SPN/08/01, December 2008.

Johansson, Asa, Christopher Heady, Jens Arnold, Bert Brys and Laura Vartia (2008), Taxation and Economic Growth, IMF Economics Department Working Paper No.620, July 2008.

Johnson, David, Jonathan Parker and Nicholas Souleles (2006), Household Expenditures and the Income Tax Rebates of 2001, American Economic Review, December 2006, 96(5): pp.1589–1610.

KOF Konjunkturforschungsstelle (2009), Beschäftigungswirkungen eines Investitionsprogramms für die Schweiz, Simulationen mit dem KOF-Makromodell, Zürich, Januar 2009.

Konjunkturforschungsstelle der ETHZ (2001), Eine Analyse der Auswirkungen des Investitionsprogramms 1997 des Bundes anhand des KOF/ETH-Makromodells, Zürich, Februar 2001.

Laeven, Luc, Fabian Valencia (2008), Systemic Banking Crises: A New Database, IMF Working Paper, 08/224, Oktober 2008.

Lee, Y. and T. Sung (2007) Fiscal Policy, Business Cycles and Economic Stabilisation: Evidence from Industrialised and Developing Countries, Fiscal Studies, 28(4), 437–62.

Mankiw Gregory (2009), Is Government Spending Too Easy an Answer », The New York Times, 10 janvier, Lien : http://www.nytimes.com/2009/01/11/business/economy/11view.html?_r=2&partner=permalink&exprod=permalink

Mountford, Andrew, Harald Uhlig (2002), What are the Effects of Fiscal Policy Shocks?, NBER Working Paper No. 14551.

OECD (2009), The Effectiveness and Scope of Fiscal Stimulus, chapitre 3 du INTERIM ECONOMIC OUTLOOK 2009. Lien : <http://www.oecd.org/dataoecd/3/62/42421337.pdf>

OECD (2008), Economic Outlook, 84(2), Dezember 2008.

OECD (2007), Perspectives économiques 2007/2, Numéro 82, décembre.

Ramey, Valerie (2008), Identifying Government Spending Shocks: It's All in the Timing, mimeo, University of California, San Diego, June 2008.

Romer, Christina, Jared Bernstein (2009), The Job Impact Of The American Recovery And Reinvestment Plan, Januar 2009.

Lien: http://otrans.3cdn.net/45593e8ecbd339d074_13m6bt1te.pdf.

Romer, Christina, David Romer (2007), The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks, University of California, Berkeley, März 2007.

Lien: <http://www.econ.berkeley.edu/~cromer/RomerDraft307.pdf>.

seco (2001), Schlussbericht des seco: Investitionsprogramm 1997, Bern, Juni 2001.

Schips, B., Frick, A. und C. Colombier (2001), Gutachten zu den Einnahmenschätzungen der Eidgenössischen Finanz- und Steuerverwaltung, Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich.

Shapiro, Matthew D., Joel B. Slemrod (2009); Did the 2008 Tax Rebates Stimulate Spending, NBER Working Paper No.14753, February 2009.

Spilimbergo Antonio, Symansky Steve, Blanchard Olivier et Carlo Cottarelli (2008), Fiscal Policy for the Crisis, IMF Staff Position Note, 29 décembre. Lien: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2008/spn0801.pdf>

Taylor, John B. (2009a), How Government Created the Financial Crisis, The Wall Street Journal, 9 février 2009.

Taylor, John B. (2009b), The Lack of an Empirical Rationale for a Revival of Discretionary Fiscal Policy, Prepared for the Annual Meeting of the American Economic Association, January 2009.

Taylor John B. (2008), Why Permanent Tax Cuts Are The Best Stimulus, The Wall Street Journal, 25 novembre.

Lien: <http://online.wsj.com/article/SB122757149157954723.html#printMode>

The Economist, Big government fights back, 29 janvier 2009,

Lien: http://www.economist.com/finance/PrinterFriendly.cfm?story_id=13035552

The Wall Street Journal (2009), Ireland Cuts Spending As Budget Gap Widens, 3 février 2009.

Lien: http://online.wsj.com/article/SB123369948441245105.html?mod=googlenews_wsj.

Weber, W., Bruchez, P.A., Colombier, C. und D. Gerber (2008), Langfristperspektiven der öffentlichen Finanzen in der Schweiz, Bericht der Eidgenössischen Finanzverwaltung.

Zaman, A., Rousseeuw, P.J. and M. Orhan (2001) Econometric Applications of High-Breakdown Robust Regression Techniques, Economics Letters, 71, 1–8.

Annexe A1 : Ausmass und Wirkung der automatischen Stabilisatoren

A1.1 Die Schätzung der marginalen Konsumneigung

Für die Schätzung der marginalen Konsumneigung sind die Daten für den privaten Konsum und die Konsumquote in Bezug auf das verfügbare Haushaltseinkommen der privaten Haushalte aus dem im Dezember 2008 erschienenen OECD-Economic Outlook entnommen worden. Das verfügbare Haushaltseinkommen ist als Residuum dieser beiden Reihen ermittelt worden. Das so ermittelte verfügbare Haushaltseinkommen wie der private Konsum sind mit der vom BFS berechneten Reihe des Landesindex für Konsumenten-

preise deflationiert worden. Wegen des kurzen Zeitraums von 1992 bis 2006 sind die Zeitreihen nicht auf Stationarität getestet worden. Aufgrund von Autokorrelationen bei der Schätzung des Niveaus des realen Konsums auf das Niveau des realen verfügbaren Haushaltseinkommens ist die Schätzung in ersten Differenzen erfolgt. Um mögliche Asymmetrien zwischen Auf- und Abschwung zu entdecken, ist anhand der von der OECD für die Schweiz ermittelten Outputlücke eine Dummyvariable konstruiert worden, die diesem Umstand Rechnung trägt. Das Ergebnis für die Gleichung in ersten Differenzen lautet:

$$\text{Privater Konsum} = 0.56^{***} (0.18) \times \text{Einkommen im Aufschwung} + 0.52^{***} (0.13) \times \text{Einkommen im Abschwung}$$

angepasstes R^2 : 62%

Box-Ljung Test auf Autokorrelation: 17.5*

mit: ***:= 1%-Signifikanzniveau, **:= 5%-Signifikanzniveau; *:= 10%-Signifikanzniveau

Angaben in Klammern:= Standardabweichung

Nach der Schätzung lässt sich ein hochsignifikanter Zusammenhang zwischen dem verfügbaren Einkommen und dem privaten Konsum nachweisen. Die schwache Signifikanz des Box-Ljung Tests deutet darauf hin, dass Autokorrelationen der Residuen eher keine Rolle spielen, was eine grafische Analyse bestätigt. Die Werte für die marginale Konsumneigung im Aufschwung, 0,56, und im Abschwung, 0,52 unterscheiden sich nur unwesentlich. Statistisch ist diese Differenz nicht signifikant. Aufgrund der Kürze der Zeitreihen sollte die Schätzung mit Vorsicht betrachtet werden. Jedoch stimmt das gefundene Ergebnis mit dem Resultat eines makroökonomischen Strukturmodells für die Schweiz überein (Hartwig, 2004), was wiederum das obige Ergebnis erhärtet.

A1.2 Schätzung des Fiskalstimulus bzw. Umfangs der automatischer Stabilisatoren

Vorweg ist zu sagen, dass ausser den Stationaritätstests alle Schätzungen in den Abschnitten A1.2 und A1.3 mit Hilfe von robusten statistischen Methoden durchgeführt worden sind. Diese eignen sich insbesondere für ökonomische Daten, weil diese Daten aus statistischer Sicht nicht durch eine hohe Qualität gekennzeichnet sind, d.h. eine relativ grosse Anzahl von Ausreissern beinhalten können. Dies hat Auswirkungen auf die Verteilung der Daten, was erheblich Beeinträchtigungen von Standardschätzern wie einem Kleinst-Quadrat-Schätzer nach sich ziehen kann. Für die nachstehenden Regressionen ist ein sogenannter verallgemeinerter modifizierter Maximum-Likelihood Schätzer, ein sog. MM-Schätzer, verwendet

worden.⁸⁶ Die Verwendung dieses Schätzers rechtfertigt sich vor dem Hintergrund, dass in 60% der durchgeführten Regressionen die Daten gemäss des Shapiro-Wilk-Tests nicht normal verteilt sind.

Bei einer ökonometrischen Zeitreihenanalyse sollten zur Vermeidung von Scheinregressionen die Stationaritätseigenschaften der für die Schätzungen verwendeten Zeitreihen betrachtet werden. Die Stationarität der Zeitreihen ist mit Hilfe des Augmented Dickey-Fuller (ADF-) Tests geprüft worden (s. Tabelle 1). Darüber hinaus

testet der ADF-Test, ob die Zeitreihen einen konstanten Erwartungswert (Drift) oder/ und einen Zeittrend (Trend) aufweisen. Gemäss dem Test ist etwa das reale BIP, wie erwartet, nicht stationär und vom Grade 1 integriert ist. Dahingegen deuten weitere Ergebnisse darauf hin, dass einige Einnahmenaggregate des Bundes wie die Bundeseinnahmen sogar stationär sind. Für andere Variablen, wie etwa die Lohnsumme, legen die Tests einen Integrationsgrad von 2 nahe. Darüber hinaus weisen gemäss der Tests alle berücksichtigten Einnahmenaggregate des Bundes einen Zeittrend auf und die Ausgaben der ALV einen Drift.

86 Für nähere Ausführungen zu robusten statistischen Methoden s. z.B. Zaman et al. (2001), Colombier (2009).

Tabelle 1: ADF-Tests auf Stationarität ⁸⁷

Variable	Integrationsgrad	Deterministischer Term	Zeitraum
reales BIP	I(1)**	Drift**, Trend**	1975–2007
Bundeseinnahmen	I(0)**	Drift**, Trend*	1975–2007
Fiskaleinnahmen	I(0)**	Drift**, Trend**	1975–2007
Bundeseinnahmen ohne VSt und Stempel	I(1)**	Drift**, Trend**	1975–2007
Fiskaleinnahmen ohne VSt und Stempel	I(1)***	Drift**, Trend**	1975–2007
Bundeseinnahmen ohne VSt, Stempel und DBSt	I(0)**	Drift**, Trend*	1975–2007
Fiskaleinnahmen ohne VSt, Stempel und DBSt	I(0)*, I(1)**	Drift** bei Niveau; Trend** bei 1. Diff.	1975–2007
Direkte Bundessteuer	I(0)***	Drift***, Trend***	1975–2007
Direkte Bundesteuer natürlicher Personen	I(0)*, I(1)**	Drift***, Trend** bei Niveau Drift*, Trend*** bei 1. Diff.	1975–2007
Mehrwert-/Warenumsatzsteuer	I(1)**	Drift**, Trend**	1975–2007
ALV Ausgaben (primär)	I(0)**	Drift**	1994–2007
ALV Einnahmen (primär)	I(1)**		1994–2007
Einnahmen AHV	I(1)*	Drift	1980–2007
Ausgaben AHV	I(1)***	Drift, Trend	1980–2007
Lohnsumme (inkl. Beiträge Arbeitgeber)	I(2)***		1975–2007
reales BIP Deutschland	I(2)***		1975–2007
Staatsquote	I(1)***		1975–2007
Standardabweichung Wachstumsrate reales BIP	I(1)**		1975–2007

Anmerkungen: ***:= 1 %-, **:= 5 %-, *:= 10 %-Signifikanzniveau; alle Einnahmenreihen des Bundes sind um Sondereffekte und mit dem BIP-Deflator bereinigt worden; bis auf die Standardabweichung der Wachstumsrate des realen BIP sind alle Variablen in Logarithmen geschätzt worden; Mehrwert-/ Warenumsatzsteuer: Um Sondereffekte bereinigte Reihe, bei der der Effekt des Übergangs von der Mehrwert- zur Warenumsatzsteuer ebenfalls bereinigt wurde; Lohnsumme: Arbeitnehmerentgelt inklusive Sozialbeiträge gemäss ESVG95, für die Periode von 1975 bis 1989 wurden die Werte auf Basis der Veränderungsrate der Lohnsumme der alten VGR retropoliert.

87 Die bereinigten Einnahmenreihen des Bundes stammen von der EFV, die Angaben zur ALV aus den ALV-Rechnungen und das reale BIP sowie die Lohnsumme sind der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung des BFS entnommen.

Tabelle 2a: Kurzfristige Elastizität der automatischen Stabilisatoren

Automat. Stabilisator	Kurzfristige Elastizität bzgl. BIP				Deter- minist. Term	rob. angep. R ² (in %)	Box- Ljung	Shapiro- Wilk	Methode
	Jahr 0	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3					
Bundeseinnahmen	1,19*** (0,17)				nein	9,1	11,4	0,93**	1. Diff.
Bundeseinnahmen	0,90*** (0,24)	0,37 (0,30)	-0,02 (0,28)	0,18 (0,24)	nein	16	12,8	0,91**	1. Diff.
Fiskaleinnahmen	1,17*** (0,20)				nein	11	24,2*	0,98	1. Diff.
Fiskaleinnahmen	0,96*** (0,27)	0,24 (0,30)	0,20 (0,30)	0,14 (0,26)	nein	14	19,0	0,96	1. Diff. und Cochrane- Orcutt
Bundeseinnahmen ohne VSt und Stab	1,07*** (0,23)	0,04 (0,16)	-0,20 (0,17)	0,32 (0,24)	nein	20	10,9	0,98	1. Diff. und Almon-lags (lags: 3; degree: 2)
Fiskaleinnahmen ohne VSt und Stab	0,94*** (0,20)	0,12 (0,14)	-0,07 (0,14)	0,37* (0,20)	nein	17	17,4	0,99	1. Diff. und Almon-lags (lags: 3; degree: 2)
Direkte Bundessteuer				2,66*** (0,38)	nein	17	19,0	0,97	1. Diff.
Direkte Bundessteuer nat.				2,57*** (0,68)	nein	2,4	15,5	0,94*	1. Diff.
Direkte Bundessteuer	0,001 (0,04)	0,53*** (0,09)	1,06*** (0,15)	1,58*** (0,20)	nein	9,0	14,7	0,92**	1. Diff. und Almon-lags (lags: 3; degree: 1)
Ausgaben ALV	-14,6*** (3,86)	-8,0** (3,87)			Trend*	59	4,7	0,89	1. Diff.
Einnahmen ALV	-0,88 (0,72)	0,22 (0,70)			nein	0,0	3,3	0,48***	1. Diff
Einnahmen AHV	0,36** (0,16)	0,91** (0,17)	0,38** (0,16)	0,57** (0,16)	nein	81 (R ²)	n.a.	n.a.	ARMA/OLS
Ausgaben AHV	-	0,81** (0,33)	-0,18 (0,29)	1,21** (0,33)	nein	59 (R ²)	n.a.	n.a.	ARMA/OLS
Lohnsumme	0,44** (0,18)	0,98*** (0,21)			nein	64	1,4	0,93	1. Diff und Cochrane- Orcutt
Mehrwertsteuer	0,99*** (0,27)	0,47 (0,33)	BIP-Deflator Jahr 0: -0,68* (0,35)	BIP- Deflator Jahr 1: -0,74** (0,29)	Absolut- glied*** + Trend***	55	13,7	0,94*	1. Diff.

Anmerkungen: ***:= 1 %-, **:= 5 %-, *:= 10 %-Signifikanzniveau; alle Einnahmenreihen des Bundes sind um Sondereffekte bereinigt worden; Box-Ljung Test H0: Keine Autokorrelation; Shapiro-Wilk Test: H0: normalverteilte Residuen; alle Schätzungen sind in ersten Differenzen durchgeführt worden; falls gemäss Box-Ljung Test Ablehnung H0 auf 5 %- Niveau Anwendung der Cochrane-Orcutt Methode (s. Gujarati, 2003, 482); zur Identifikation von Zeitverzögerungen wurden Almon distributed lags verwendet (s. Gujarati, 2003, 687ff.)

Tabelle 2b: Umfang der automatischen Stabilisatoren ⁸⁸

Automatischer Stabilisator	Kurzfristige Elastizität [Vertrauensintervall]	Zeitverzögerung	-1 % des realen BIP führt c.p. zur Änderung des konjunkturbedingten Defizits	
			in Mio. CHF der Rechnung 2007	in % des BIP 2007
Bundeseinnahmen	1,19*** [0,84; 1,54]	keine	691	0,13
Bundeseinnahmen mit Elastizität gem. Schuldenbremse	1,0	keine	581	0,11
Fiskaleinnahmen	1,17*** [0,76; 1,58]	keine	624	0,13
Bundeseinnahmen# ohne Verrechnungssteuer (VSt) und Stempelabgaben (StA)	1,07*** [0,68; 1,46]	keine	544	0,10
Fiskaleinnahmen# ohne VSt und Stab	Jahr 0: 0,94*** [0,6; 1,28] Jahr 3: 0,37* [0,03; 0,72] Total: 1,31	0 und 3 Jahre	Jahr 0: 433 Jahr 3: 171 Total: 604	0,08 0,03 0,12
Direkte Bundessteuer (DBSt)	2,66*** [1,88; 3,44]	3 Jahre	409	0,08
DBSt nat. Personen	2,57*** [1,8; 3,96]	3 Jahre	396	0,08
DBSt#	Jahr 1: 0,53*** [0,38; 0,68] Jahr 2: 1,06*** [0,81; 1,31] Jahr 3: 1,58*** [1,24; 1,92] Total: 3,16	1–3 Jahre	Jahr 1: 82 Jahr 2: 163 Jahr 3: 243 Total: 486	0,02 0,03 0,05 0,09
Mehrwertsteuer	0,99*** [0,43; 1,55]	keine	197	0,04
Ausgaben ALV	Jahr 0: -14,6*** [-23,5; -5,600] Jahr 1: -8,0* [-15,1; -0,8] Total: -22,6	0–1 Jahr	Jahr 0: 766 Jahr 1: 420 Total: 1186	0,15 0,08 0,23
Einnahmen ALV†	Jahr 0: 0,44** [0,04; 0,84] Jahr 1: 0,98*** [0,52; 1,44] Total: 1,42	0–1 Jahr	Jahr 0: 24 Jahr 1: 53 Total: 77	0,005 0,01 0,015
Einnahmen AHV	Jahr 0: 0,36** [0,1; 0,62] Jahr 1: 0,91** [0,64; 1,19] Jahr 2: 0,38** [0,11; 0,64] Jahr 3: 0,57** [0,31; 0,83]	0–3 Jahre	Jahr 0: 90 Jahr 1: 231 Jahr 2: 95 Jahr 3: 144	0,02 0,05 0,02 0,03
Ausgaben AHV	Jahr 1: 0,81** [0,27; 1,34] Jahr 2: -0,18 [-0,66; 0,3] Jahr 3: 1,21** [0,67; 1,75] Total Einn. + Ausg: 0,38	1–3 Jahre	Jahr 1: 195 Jahr 2: -43 Jahr 3: 291 Total: 117	0,04 -0,01 0,06 0,02
Bundeseinnahmen ohne direkte Bundessteuer, VSt, StA, nicht-fiskalische Einnahmen (Bund) + DBSt+Defizit ALV	Bund: Jahr 0: 1,0 DBSt: Jahr 1: 1,6 Jahr 2: 1,6 Total: 3,2	0–2 Jahre	Jahr 0: 1190 (davon Bund: 310) Jahr 1: 755 (davon DBSt: 246) Jahr 2: 384 Total: 2065 ALV: 1263 Bund: 310 DBSt: 492	0,21 (davon Bund: 0,06) 0,14 (davon DBSt: 0,05) 0,05 0,40 0,25 0,06 0,1

88 Die Schätzungen der kurzfristigen Elastizitäten von Bundeseinnahmen und Fiskaleinnahmen sind konsistent zu einer früheren Studie des ÖT, in der für die Stichprobe von 1950 bis 2001 ein Wert von 1,39 für die Bundeseinnahmen und von 1,29 für die Fiskaleinnahmen ermittelt wurde (Colombier, 2003).

Anmerkungen: ***:= 1 %-; **:= 5 %-; *:= 10 %- Signifikanzniveau. Die Vertrauensintervalle sind für ein 5 %- Signifikanzniveau ermittelt worden, es sei denn der Koeffizient war nur auf dem 10 %-Niveau signifikant. In diesem Fall ist das Vertrauensintervall für das 10 %-Niveau geschätzt worden.

#:= Diesen Schätzungen liegt die Annahme zugrunde, dass die Reaktion der Einnahmen in einem Jahr t durch die Reaktion der Einnahmen in den Vorjahren beeinflusst wird. Wenn z.B. 50 % der Einnahmen eines Veranlagungsjahres bereits im Jahr $t-1$ eingegangen sind, können nur noch 50 % der Einnahmen dieses Veranlagungsjahres in den weiteren Jahren eingehen.

†:= Bei den angegebenen, als statistisch signifikant geschätzten, Elastizitäten handelt es sich um den Zusammenhang zwischen der Lohnsumme und dem BIP. Zwischen den ALV-Einnahmen und dem BIP ist kein signifikanter Zusammenhang nachweisbar, was auf eine geringe Anzahl von Beobachtungen (14) zurückzuführen sein kann. Jedoch sollten die BIP-Elastizitäten der Lohnsumme den BIP-Elastizitäten der ALV-Einnahmen entsprechen, weil die Beziehung zwischen Lohnsumme und ALV-Einnahmen proportional sein sollte.

Da das reale BIP und die Variablen, welche als automatische Stabilisatoren in Frage kommen, nicht durchgängig denselben Integrationsgrad haben, bietet es sich nicht an, eine Kointegrationsanalyse zur Schätzung der kurzfristigen Elastizitäten der automatischen Stabilisatoren durchzuführen. Um dennoch Scheinregressionen zu vermeiden, sind alle Schätzungen für die kurzfristige Elastizität in ersten Differenzen durchgeführt worden (s. Tabelle 2). Da die Einnahmenreihen und das reale BIP offenbar Zeittrends aufweisen, sind in Anlehnung an das Vorgehen von Lee und Yung (2007) zunächst einmal die Reihen um einen Trend bereinigt worden. Nach diesen Schätzungen würden die kurzfristigen Elastizitäten von Bundeseinnahmen und Fiskaleinnahmen unterhalb von 1,0, bei 0,8 liegen. Da allerdings die Schätzungen in ersten Differenzen ohne einen linearen Trend, d.h. ohne Berücksichtigung des Absolutglieds einerseits in der Performance gemessen am angepassten robusten R^2 nicht viel schlechter abschneiden, z.B. bei den Bundeseinnahmen ein R^2 von 16 % ohne Trendbereinigung und von 19 % mit Trendbereinigung, und andererseits die Ergebnisse für die Schätzungen ohne Trendbereinigung eine frühere Studie des ÖT mit einer grösseren Stichprobe bestätigen

(Colombier, 2003), dürften die Schätzungen ohne Trendbereinigung plausibler sein. Daher sind in der Tabelle 2 für die verschiedenen Einnahmenaggregate des Bundes nur die Schätzungen ohne Trendbereinigung aufgeführt. Dies wird durch ein « nein » in der sechsten Spalte der Tabelle 3 (deterministischer Term) angegeben.

A1.3 Schätzung der Wirkung automatischer Stabilisatoren

Basierend auf einem Standardansatz der Literatur zur Schätzung der konjunkturstabilisierenden Wirkung der Fiskalpolitik sind die Wirkungen der automatischen Stabilisatoren von Bundeseinnahmen und ALV geschätzt worden (z.B. Lee und Yung, 2007). Als ein Proxy für Konjunkturschwankungen ist die Streuung der Wachstumsraten des realen BIP über einen Konjunkturzyklus hinweg gewählt worden. Da ein Zyklus in der Schweiz mit durchschnittlich acht Jahren veranschlagt wird, ist die Streuung für jeweils diesen Zeitraum ermittelt worden. Dabei wurde die Standardabweichung als Mass für die Streuung verwendet. Bei einem Konjunkturzyklus von acht Jahren und einer Stichprobe, welche den Zeitraum von 1975 bis 2007 erfasst, resultieren 25 Datenpunkte für die Standardabweichung der Wachstumsraten des realen BIP.

Tabelle 3 : Einfluss automatischer Stabilisatoren auf die Streuung der Wachstumsrate des realen BIP

Schätzung mit:	Fiskaleinnahmen ohne VSt und Stab		Direkte Bundessteuer	Direkte Bundessteuer natürlicher Personen		Ausgaben der ALV	
	I	II		I	II	I	II
Fiskaleinnahmen ohne VSt und Stab	0,006** (0,002)	0,002 (0,002)					
Direkter Bundessteuer			0,0006 (0,009)				
Direkter Bundessteuer nat.				0,0009** (0,0003)	0,001** (0,0005)		
ALV-Ausgaben						-0,0002** (0,00006)	-0,0002*** (0,00002)
reales BIP Deutschland	-0,008*** (0,0005)	-0,005*** (0,001)	-0,005** (0,002)	-0,003*** (0,0005)	-0,005*** (0,0007)	0,005** (0,0002)	0,005*** (0,0002)
Staatsquote	0,005* (0,003)			-0,006*** (0,001)		-0,0003 (0,74)	
rob. angepasster R ²	55	47	44	55	56	71	75
Box-Ljung Test	14,0*	13,6	15,5	17,6	13,1*	0,003	0.005
Shapiro-Wilk Test	0,82***	0,81***	0,86***	0,78***	0,85***	0,52***	0,53***
Freiheitsgrade	20	21	21	20	21	5	6
Methode	Cochrane-Orcutt						

Anmerkungen: Die Regressoren sind in Logarithmen geschätzt worden; für alle Schätzungen ist die Cochrane-Orcutt Methode angewandt worden, um Autokorrelationen und Nicht-Stationaritäten der Zeitreihen zu begegnen (s. Gujarati, 2003, 482); bei allen Schätzungen ist das Absolutglied berücksichtigt worden; s. auch Anmerkungen Tabelle 2.

Alle Fiskalvariablen sind für die Schätzungen in Tabelle 3 in Prozent des BIP ausgedrückt worden. Die Streuung der Wachstumsraten des realen BIP ist jeweils auf die bereinigten Bundeseinnahmen, die direkte Bundessteuer und die ALV-Ausgaben regressiert worden. Neben den automatischen Stabilisatoren sind Kontrollvariablen berücksichtigt worden, welche ebenfalls die Konjunkturschwankungen beeinflussen können. Dazu gehören die Staatsquote und als Proxy für Exportorientierung und damit die Offenheit der Schweizer Volkswirtschaft das reale BIP der Bundesrepublik Deutschland. Letztere ist der wichtigste Handelspartner der Schweiz. Die erste Spalte von Tabelle 3 gibt alle berücksichtigten Regressoren an und die erste Zeile mit welchem automatischen Stabilisator die jeweilige Regression durchgeführt wurde.

Da sich die Einnahmen mit dem Zyklus entwickeln, in der Hochkonjunktur sind die Einnahmen konjunkturbedingt höher und umgekehrt, und die Ausgaben der ALV gegen den Zyklus, tragen die Einnahmen zur Minderung der Konjunkturschwankungen bei, wenn das Vorzeichen des geschätzten Koeffizient positiv signifikant ist und die Ausgaben der ALV, wenn das Vorzeichen negativ signifikant ist. Die Ergebnisse in Tabelle 3 zeigen, dass für alle automatischen Stabilisatoren ein konjunkturdämpfender Effekt statistisch nachweisbar ist. Allerdings ist das Ergebnis für die Bundeseinnahmen ohne VSt, Stab und nicht-fiskalische Einnahmen sensitiv gegenüber den berücksichtigten Regressoren. So ist kein Zusammenhang nachweisbar, wenn die Staatsquote aus der Schätzung herausgenommen wird. Dies kann auf eine enge Korrelation zwischen der Staats-

quote und den Bundeseinnahmen zurückzuführen sein. Folglich ist das Ergebnis hinsichtlich der Bundeseinnahmen nicht robust. Für die gesamte direkte Bundessteuer kann keine konjunkturstabilisierende Wirkung nachgewiesen werden, während der Koeffizient der direkten Bundessteuer natürlicher Personen sowohl in der Regression mit als auch ohne Staatsquote signifikant auf einem 5 %- Niveau ist. Wie erwartet ist damit die Progressivität der direkten Bundessteuer natürlicher Personen für die Konjunkturstabilisierung bedeutsam. Trotz der sehr geringen Anzahl an Freiheitsgraden in der Schätzung mit den Ausgaben der ALV, bleibt der Koeffizient der ALV-Ausgaben in beiden Regressionen stabil und hochsignifikant auf einem 1 %-Niveau.

Für die Kontrollvariablen lässt sich aus der Tabelle 3 ablesen, dass offenbar ein hohes Einkommensniveau der Handelspartner zur Reduktion von Konjunkturschwankungen im Inland beiträgt. Der wenig plausible positive Koeffizient des deut-

schen BIP bei den Regressionen mit der ALV ist wahrscheinlich auf die geringe Anzahl Freiheitsgrade zurückzuführen. Bezogen auf die Staatsquote erhält man kein eindeutiges Ergebnis, was auf die hohe Korrelation der Staatsquote mit den anderen Fiskalvariablen zurückzuführen sein dürfte.

Mit Hilfe der Regressionen in Tabelle 3 kann zwar ermittelt werden, ob die automatischen Stabilisatoren eine konjunkturglättende Wirkung haben. Das Ausmass dieser Wirkung kann jedoch nur indirekt bestimmt werden, was die Aussagekraft bezüglich des Wirkungsmasses einschränkt. Eine Art Elastizität der Streuung der Wachstumsraten des realen BIP mit Bezug auf die automatischen Stabilisatoren erhält man, indem die Koeffizienten der automatischen Stabilisatoren durch den Durchschnittswert der Standardabweichungen der Wachstumsraten des realen BIP dividiert werden (s. Tabelle 4, Spalte 2).

Tabelle 4: Wirkung der automatischen Stabilisatoren

Automatischer Stabilisator	1 %-Änderung des Stabilisators ändert Streuung der Wachstumsrate (WR) des BIP um x % (Elastizität der Standardabweichung der WR des BIP)	Bei 1 % Rückgang des BIP ändert Stabilisator Streuung der WR des BIP um x %
Bundeseinnahmen ohne VSt, Stab, DBSt, nicht-fiskal. Einnahmen	$0,006/0,0028 = 2,14$	$-1,0 \times 2,14 = -2,14$
Direkte Bundessteuer natürlicher Personen	$0,001/0,0028 = 0,36$	$-3,2 \times 0,36 = -1,15$
Ausgaben ALV	$-0,0002/0,0028 = -0,07$	$23 \times (-0,07) = -1,61$
Total	-2,6	-4,9

Wird diese Elastizität mit den Elastizitäten der automatischen Stabilisatoren in Bezug auf das reale BIP multipliziert, resultiert ein Wert, welcher angibt, um wie viel Prozent die automatischen Stabilisatoren die Streuung der Wachstumsrate des BIP reduzieren, wenn das reale BIP um 1 % sinkt (s. Tabelle 4, Spalte 3). Zum Beispiel erhält man für die Ausgaben der ALV einen Wert von -1,61. Die Streuung der Wachstumsrate des realen BIP geht also um 1,61 % zurück, wenn die Ausgaben der ALV als Reaktion auf einen einprozentigen

Rückgang des realen BIP um 23 % ansteigen. Wird einmal angenommen, dass das reale BIP über einen Konjunkturzyklus durchschnittlich um 2 % steigt, aber im Jahr t um 1 % fällt, könnten von den resultierenden 3 Prozentpunkten Abweichung vom Durchschnitt 1,61 %, also 0.05 Prozentpunkte, durch die Reaktion der ALV-Ausgaben kompensiert werden. Entsprechend lassen sich die Ergebnisse für die anderen automatischen Stabilisatoren und dem Total der automatischen Stabilisatoren in der dritten Spalte der Tabelle 4 interpretieren.

Annexe A2 : Echos des débats sur les stimuli conjoncturels

La crise actuelle trouve son origine aux Etats-Unis où travaille une grande proportion des économistes les plus réputés au niveau mondial par leurs travaux académiques (par exemple de nombreux prix Nobel d'économie) et qui ont souvent occupé des postes importants dans l'administration américaine ou dans des organisations internationales. Le développement d'internet permet de suivre en temps réel leurs débats (de nombreux économistes s'expriment quotidiennement sur leur propre blog). On constate que la profession n'est pas du tout unanime sur l'évaluation des stimuli conjoncturels : des économistes réputés argumentent en faveur de thèses opposées.

De nombreux économistes soutiennent les stimuli. Sans même évoquer les économistes de renom qui travaillent dans l'administration d'Obama, citons par exemple Joseph Stiglitz, Robert Solow et George Akerlof. Plusieurs centaines d'économistes (apparemment 387 économistes) ont signé le 19 novembre 2008 une [lettre](#) qui exhortait le Congrès à mener une politique de relance. Dans le camp adverse, John Boehner a ouvert une [liste](#) d'économistes sceptiques au sujet des stimuli par les dépenses. Cette liste contenait 44 noms le 16 janvier 2009.⁸⁹ [Gary Baker](#) estime que « there appears to have been a huge conversion of economists toward Keynesian deficit spenders ». ⁹⁰ Comme il n'y a pas eu de votations parmi les économistes, on ne peut pas dire avec certitude quel est le point de vue de la majorité. L'impression qui se dégage est toutefois

qu'une nette majorité des économistes est favorable à un plan de relance qui comporte une composante significative de relance par les dépenses (comme nous nous référons souvent à Krugman lorsqu'il s'agit de présenter les arguments des partisans des stimuli par les dépenses, nous risquons de donner une impression trop faible de la proportion d'économistes qui partagent cette position).⁹¹ Mais passons maintenant aux arguments.

Nous abordons d'abord la question de l'interaction entre les politiques de relance et de rétablissement du fonctionnement du marché financier (A2.1), puis la question de l'opportunité d'une politique budgétaire conjoncturelle active pour compléter la politique monétaire (A2.2). Ensuite, nous abordons la question de la structure (A2.3) et de l'ampleur (A2.4) souhaitables du stimulus. Cette brève annexe vise uniquement à permettre de sentir la nature des débats en cours, sans viser à l'exhaustivité ni tenter une synthèse.⁹²

A2.1 Soutien de la demande et rétablissement du fonctionnement du marché financier

Dans les circonstances actuelles, la plupart des économistes américains semble considérer qu'il faut à la fois soutenir la demande et rétablir le fonctionnement du marché financier. Les débats portent sur la manière de le faire. Nous évoquerons dans les sections suivantes les débats sur la façon de combattre la crise de la demande. Nous n'évoquerons par contre pas les nombreux débats

89 Elle ne contenait toutefois pas le nom de [Mankiw](#), bien qu'il soit un sceptique déclaré, ni par exemple celui de Lucas.

90 La suite de la citation révèle son scepticisme: « [...] but the evidence that produced such a « conversion » is not apparent (although maybe most economists were closet Keynesians all along) ».

91 Paul Krugman est un auteur prolifique habitué à s'adresser à un large public. C'est très souvent lui qui présente le mieux les arguments en faveur des stimuli. Il s'exprime quotidiennement sur son blog, ce qui permet de se référer directement à ses écrits plutôt qu'à des citations de journalistes qu'il faudrait contrôler et qui négligent souvent l'argumentation pour se centrer sur les conclusions.

92 A partir de la version électronique de ce document, il est possible d'accéder aux sources en cliquant sur les noms soulignés.

sur la meilleure manière de rétablir le fonctionnement du marché financier.⁹³

Dans la présente section, nous discutons le lien entre soutien à la demande et rétablissement du fonctionnement du marché. Il n'y a pas de conflit d'objectif entre ces deux politiques. La contrainte budgétaire peut toutefois engendrer un trade-off. Comment l'Etat doit-il répartir son effort entre combattre la crise de la demande et rétablir le fonctionnement du marché financier? La question se pose avec davantage d'acuité à ceux qui sont réticents à un large endettement de l'Etat et donc particulièrement sensibles à la contrainte budgétaire. La réponse dépend du diagnostic de la crise (Il est clair que la crise a été amorcée par une défaillance du marché financier, mais y a-t-il maintenant un cercle vicieux entre crise de la demande et celle du marché financier?) et de la confiance que l'on a envers les thérapies proposées pour combattre ces deux crises (ceux qui sont sceptiques sur l'impact des stimuli préfèrent que l'Etat se centre sur le rétablissement du fonctionnement du marché financier).

La question est aussi posée de savoir s'il faut d'abord rétablir le fonctionnement du marché financier avant de tenter de relancer la demande. Ou, plus modestement, la question est de savoir si les problèmes du marché financier réduisent l'efficacité des stimuli. [Richard Clarida](#) pense que les problèmes du marché financier réduisent les multiplicateurs : « Historically, multipliers on

government spending are estimated to be in the range of 1,5 to 2, while multipliers for tax cuts can be much smaller, say 0,5 to 1. But these estimates are from periods when households could – and did – use tax cuts as a down payment on a car or to cover the closing costs on a mortgage refinance. [...] With the credit markets impaired, tax cuts, as well as income earned from government spending on goods and services, will not be leveraged by the financial system to nearly the same extent, resulting in (much) smaller multipliers [than before] ». [Christina Romer](#) estime par contre que « it is possible that fiscal policy will have even more oomph in this situation [when financial markets are operating poorly and lending is not flowing]. When households and businesses are liquidity-constrained by reduced lending, any money put in their pockets is more likely to be spent. More fundamentally, there is strong reason to believe that a recovery in the real economy is salutary to the financial sector. When people are employed and buying things, loan defaults fall and asset prices are likely to rise. Both of these developments would surely be helpful to stressed financial institutions ». Pour l'[OECD](#) : « In the current conjuncture, fiscal stimulus may be more effective than under normal circumstances: dysfunctional financial markets mean that more private agents are likely to be credit constrained so that, to the extent that any fiscal stimulus impacts on such agents, a larger portion of any fiscal injection is likely to be spent rather than saved. On the other hand, fiscal stimulus may be

93 Disons simplement que les principales alternatives sont les suivantes. Premièrement recapitaliser les banques. Le débat est alors de savoir si l'Etat doit transitoirement devenir propriétaire des banques en difficulté ([Krugman](#) est favorable à une nationalisation transitoire de ces banques). Deuxièmement, diviser la banque défaillante en d'une part une « bad bank » qui contient les actifs toxiques et d'autre part la « good bank » qui détient les actifs non toxiques et aurait à son passif les dépôts et son capital. Cette dernière approche peut être divisée en deux catégories : l'Etat peut soit aider la « bad bank » (par exemple en l'achetant), soit aider la « good bank » (voir [Willem Buiter](#)). Si la valeur des actifs non toxiques est supérieure aux dépôts, la séparation entre « good bank » et « bad bank » permet à la « good bank » de fonctionner sans que l'Etat intervienne ni pour l'aider, ni pour aider la « bad bank » qui pourrait éventuellement faire faillite (voir [Susan Woodward et Robert Hall](#) et [Willem Buiter](#)). Ce n'est pas les mêmes personnes qui paieront le poids des pertes passées selon que l'on aide la « bad bank » ou la « good bank ». L'élément décisif pour choisir entre le soutien à la « bad bank » ou à la « good bank » est de savoir si i) une faillite de la « bad bank » aurait un impact systémique, et ii) la valeur des actifs toxiques peut être évaluée. Si les réponses à ces deux questions sont affirmatives, alors il faut encore examiner si l'Etat achète les titres toxiques à une valeur surévaluée en cas de soutien à la « bad bank ». Dans ce cas, il faut décider s'il est préférable de subventionner seulement certains créiteurs de la « bad bank » plutôt que tous.

less effective in the current conjuncture; firstly, faced with heightened risks to employment and income, the desire for precautionary savings may be higher; secondly, in many countries there is a need for households to repair overstretched and damaged balance sheets which implies an increase in the marginal savings propensity. The same holds true for businesses, with uncertainty about the economic outlook combined with the perceived need to hoard cash caused by the dysfunctional financial system, leading to the postponement of investment decisions. Overall, it is judged that on balance such factors are likely to be negative and so the average survey multipliers have been judgmentally adjusted downwards. This adjustment is smaller for government spending measures than revenue measures because « first-round » effects are not affected by changes in private-sector savings behaviour. Although there may be a similar effect on transfers to households, they may be targeted to the credit-constrained, thereby limiting the negative impacts from savings.

A2.2 Politique budgétaire et politique monétaire

A l'argument que la politique monétaire atteint ses limites puisque le taux d'intérêt est nul, [Robert Lucas](#) répond que « There are thousands of different interest rates out there and the yield differences among them have grown dramatically in recent months. [...] It [monetary policy] is fast and flexible. There is no other way that so much cash could have been put into the system as fast as this \$600 billion was [the Fed has put more than \$600 billion of new reserves into the private sector, using them to discount – lend against – a wide variety of securities held by a variety of financial institutions], and if necessary it can be taken out just as quickly ». [Paul Krugman](#) souligne que « there are other things the Fed could do [other than conventional monetary policy – open-market purchases of short-term government debt] – and it's doing them, on an awesome scale. But they're controversial, precisely because, unlike conventional monetary policy, they involve picking and choosing among potentially risky investments. And there's a much stronger case for fiscal policy than in normal times, because we don't

know how well these unconventional measures will work ». [Il ajoute](#) : « If the Fed could credibly commit to inflation at rates higher than the 2-ish percent target it's already believed to have, that would be effective. But right now I don't see that as a realistic option, hence the emphasis on fiscal policy and bank recapitalization ».

Notons encore cette remarque de [Krugman](#) : « once you've pushed the short-term interest rate down to zero, money becomes a perfect substitute for short-term debt. And any further increase in the money supply therefore displaces an equal amount of debt, with no effect on anything. [...] Now, maybe the central bank can do other things, like buying long-term debt or risky assets, which will have an effect. But that's because the central bank is taking some risk off the private sector's hands. It has nothing to do with increasing M [money supply], per se ». [Arnold Kling](#) ajoute que : « It is true that the Fed could use its balance sheet to purchase assets that are not close substitutes for money. It could buy securities backed by mortgages or commercial loans. That would have real effects. But that would be equivalent to an expenditure that subsidizes mortgage lending or commercial lending. Whether you call it fiscal or monetary policy may come down to a matter of semantics. To see the similarity, consider that the Fed might buy state and local bonds to lower the cost of financing shovel-ready road projects ». Même dans un tel cas, la différence entre politiques monétaire et budgétaire n'est pas purement sémantique pour [John Taylor](#) : « if we are to have a selective credit policy with the inherent credit risks involved in such a policy, I believe it is more appropriate for the Treasury or some other agency to take it on with the approval of the Congress with the purposes stated and debated transparently. What justification is there for an independent government agency to engage in such a selective credit policy? For the Federal Reserve to be taking on these responsibilities raises questions about its independence ».

[Krugman](#) s'est prononcé sur la décision de la Fed d'acheter des obligations de long terme : « The big policy news this week [18 mars 2009] has been the Fed's decision [to buy \\$1 trillion of](#)

[long-term bonds](#), going beyond the normal policy of buying only short-term debt. Good move – but it's probably worth pointing out that yes, this does expose the Fed, and indirectly the taxpayer, to some risks. And in so doing, it blurs the line between fiscal and monetary policy. [...] here's the rub: if and when the economy recovers, it's likely that long-term interest rates will rise, especially if the Fed's current policy is successful in bringing them down. Suppose that the Fed has bought a bunch of 10-year bonds at 2,5% interest, and that by the time the Fed wants to shrink the money supply again the interest rate has risen to 5 or 6 percent, where it was before the crisis. Then the price of those bonds will have dropped significantly. And this also means that selling the bonds at market prices won't be enough to withdraw all the money now being created. So the Fed will have to sell additional assets; if the rise in interest rates is at all significant, it will have to get those assets from the Treasury. So the Fed is, implicitly, engaged in a deficit spending policy right now. My back of the envelope calculation looks like this: if the Fed buys \$1 trillion of 10-year bonds at 2,5%, and has to sell those bonds in an environment where the market demands a yield to maturity of more than 5%, it will take around a \$200 billion loss [...] I think quantitative easing (it's really qualitative easing, but I give up on trying to fix the terminology) is the right way to go. But we should go into it with our eyes open. ».

Or une banque centrale a aussi une contrainte budgétaire. Comme le dit [Willem Buiter](#): « Even though central banks can 'print money' or create money electronically by fiat, they are constrained in their financial operations by two factors. First, there is a limit to the amount of real resources that can be extracted through the issuance of nominal base money. [...] Empirically, at sufficiently high rates of expected inflation, the demand for real base money declines more than proportionally with a further increase in the rate of inflation: there is a 'seigniorage Laffer curve'. [...] There is therefore a strict limit to the monetary authority's capacity to service foreign currency

debt or index-linked debt, if the only resources it has at its disposal are derived from seigniorage. Second, a central bank with a price stability mandate is likely to be constrained in its ability to extract more resources through seigniorage by the fact that, even when it operates on the upward-sloping segment of the seigniorage Laffer curve, the real resources it needs for financial survival may only be extracted at an inflation rate well above its target or tolerance level. In that case, the central bank needs additional resources from somewhere else to meet its price stability mandate. Although in principle the source of additional capital for the central bank could be charitable donations, in practice, the central bank gets re-capitalised by the Treasury. »

Il peut être utile de connaître les définitions suivantes telles que proposées par [Buiter](#): « I propose the following taxonomy for measures the central bank may take, other than changing the official policy rate (the short risk-free nominal interest rate), changing reserve requirements or changing the exchange rate (where this is an instrument of monetary policy). Quantitative easing is an increase in the size of the balance sheet of the central bank through an increase in its [lire probablement « in its »] monetary liabilities (base money), holding constant the composition of its assets. Asset composition can be defined as the proportional shares of the different financial instruments held by the central bank in the total value of its assets. An almost equivalent definition would be that quantitative easing is an increase in the size of the balance sheet of the central bank through an increase in its monetary liabilities that holds constant the (average) liquidity and riskiness of its asset portfolio. Qualitative easing is a shift in the composition of the assets of the central bank towards less liquid and riskier assets, holding constant the size of the balance sheet (and the official policy rate and the rest of the list of usual suspects). The less liquid and more risky assets can be private securities as well as sovereign or sovereign-guaranteed instruments. All forms of risk, including credit risk (default risk) are included ».

A2.3 Structure du stimulus

Voici quelques arguments concernant la structure souhaitable d'un plan de relance présentés dans l'ordre du plus au moins favorable aux baisses d'impôts.

[John Taylor](#): « [...] the rebate [Economic Stimulus Act of 2008] did little or nothing to stimulate consumption, overall aggregate demand, or the economy. [...] theories based on the permanent-income model led many economists to conclude that discretionary fiscal policy actions, such as temporary rebates, are not a good policy tool. Rather, fiscal policy should focus on the « automatic stabilizers » (the tendency for tax revenues to decline in a recession and transfer payments such as unemployment compensation to increase in a recession), which are built into the tax-and-transfer system, and on more permanent fiscal changes that will positively affect the long-term growth of the economy ».

[Gregory Mankiw](#): « I would institute an immediate and permanent reduction in the payroll tax, financed by a gradual, permanent, and substantial increase in the gasoline tax. I would make the two tax changes equal in present value, so while the package results in a short-run budget deficit, there is no long-term budget impact. [...] For the next two years, I would let each state governor have the authority to divert a portion of the payroll tax cut in his or her state and take the funds instead as state aid. [...] Those governors who think they have valuable infrastructure projects ready to go would take the money. [...] Some traditional Keynesians would object on the grounds that government spending has a larger multiplier than tax cuts. Even though that is the prediction of standard Keynesian models, the evidence is not completely consistent with that conclusion, as I have discussed here in previous posts. In addition, given the lags inherent in large spending projects, and the risks inherent in hasty spending at the federal level, the case for taxes over spending as the fiscal instrument of choice is compelling ». L'argument de [Mankiw](#) selon lequel le multiplicateur fiscal n'est pas nécessairement plus faible que le multiplicateur des dépenses est le suivant: « Bob Hall and Susan Woodward look

at spending increases from World War II and the Korean War and conclude that the government spending multiplier is about one : A dollar of government spending raises GDP by about a dollar. Similarly, the results in Valerie Ramey's research suggest a government spending multiplier of about 1.4. [...] By contrast, recent research by Christina Romer and David Romer looks at tax changes and concludes that the tax multiplier is about three: A dollar of tax cuts raises GDP by about three dollars. The puzzle is that, taken together, these findings are inconsistent with the conventional Keynesian model. According to that model, taught even in my favorite textbook, spending multipliers necessarily exceed tax multipliers ».

[Christina Romer](#) semble répondre qu'il faut comparer son multiplicateur fiscal élevé au multiplicateur des dépenses vraisemblablement encore plus élevé qu'elle aurait trouvé si elle avait pu le quantifier avec sa méthode: « To address the problem of omitted variables [le risque d'attribuer au stimuli un impact sur le PIB qui est dû en fait à un autre facteur non pris en compte, mais corrélé avec le stimuli], David and I used narrative evidence to isolate tax changes uncorrelated with other factors affecting output. We read Congressional reports, Presidential speeches, the Economic Reports of the President, and other documents to identify relatively exogenous tax changes [one designed not to counter business cycles, but rather a « spontaneous » tax change under relatively healthy economic circumstances]. We found that the estimated effect of these changes is very large. A tax cut of 1 % of GDP raises GDP by between 2 and 3 % over the next three years. [...] Unfortunately, doing the same kind of narrative analysis for government spending would be very difficult: there are vastly more spending changes than tax changes, and the motivations for them are less easily classified. But, the same issue of omitted variables is surely present. [...] As a result, it is likely that conventional estimates of spending multipliers are also biased downward. In estimating the effects of the recovery package, Jared Bernstein and I used tax and spending multipliers from very conventional macroeconomic models ».

[Paul Krugman](#): « Other things equal, public investment is a much better way to provide economic stimulus than tax cuts, for two reasons. First, if the government spends money, that money is spent, helping support demand, whereas tax cuts may be largely saved. So public investment offers more bang for the buck. Second, public investment leaves something of value behind when the stimulus is over. That said, there's a problem with a public-investment-only stimulus plan, namely timing. We need stimulus fast, and there's a limited supply of « shovel-ready » projects that can be started soon enough to deliver an economic boost any time soon. You can bulk up stimulus through other forms of spending, mainly aid to Americans in distress – unemployment benefits, food stamps, etc.. And you can also provide aid to state and local governments so that they don't have to cut spending – avoiding anti-stimulus is a fast way to achieve net stimulus. But everything I've heard says that even with all these things it's hard to come up with enough spending to provide all the aid the economy needs in 2009. What this says is that there's a reasonable economic case for including a significant amount of tax cuts in the package, mainly in year one ».

[Joseph Stiglitz](#) considère que, dans la situation actuelle, une partie particulièrement importante des baisses d'impôt serait épargnée: « Americans confronted with debt, shrinking retirement accounts, houses worth less than mortgages and a tough credit environment will save more of their money than in the past. That was the experience with the February 2008 tax cut, where less than half of it has been spent. It matters who gets the break – if it is lower income Americans, the fraction spent will, on average, be greater than for wealthier Americans. [...] The one tax cut that should be included is a temporary incremental investment tax credit; it provides a big bang for the buck, encouraging companies to invest now when the economy needs the spending ».

A2.4 Ampleur du stimulus

[Paul Krugman](#) calcule le stimulus ainsi (ce calcul datant du 10 novembre 2008, les données ont évoluées; mais c'est la méthode de calcul qui nous importe ici). Il se base sur une prédiction (par Goldman) d'un taux de chômage de 8,5 %, ce qui est 3,5 points de pourcentage supérieur au taux naturel de chômage que Krugman suppose égal à 5 %. Selon la règle d'Okun (pour les Etats-Unis), une augmentation du chômage de 3,5 % correspond à un output gap de 7 %. Un stimulus de 3,5 % du PIB comblerait cet output gap de 7 % si le multiplicateur est égal à 2. Krugman arrondit ces 3,5 % et propose un stimulus de 4 % du PIB (soit 600 mrd de dollars).⁹⁴

On peut formuler plusieurs objections au raisonnement de Krugman. Premièrement, la prédiction d'un output gap de 7% est incertaine (elle semble toutefois prudente au vu des développements récents). Deuxièmement, on peut contester que le multiplicateur Keynésien soit égal à 2. [Arnold Kling](#) souligne que plus le montant du stimulus est élevé, plus il est difficile de le dépenser de façon efficace. D'autres auteurs considèrent que le multiplicateur est proche de zéro. [Eugène Fama](#) soutient une position extrême: « bailouts and stimulus plans do not add to current resources in use. They just move resources from one use to another ». [Gary Becker](#) estime que « with unemployment at 7% to 8% of the labor force, it is impossible to target effective spending programs that primarily utilize unemployed workers, or underemployed capital [il estime donc qu'un taux de chômage de 7 à 8 % est trop faible pour permettre des actions ciblées] ». D'autres craignent que l'augmentation du PIB ne soit qu'une illusion statistique. La construction d'un pont est comptabilisée dans le PIB d'après son coût, même si ce pont ne mène nulle part et n'est donc d'aucune utilité. Le concept de PIB souffre donc de défaillances qui peuvent être pertinentes lorsqu'il s'agit de décider comment stimuler l'économie (consulter [Gregory Mankiw](#) pour une

94 Comme indiqué, ce calcul est basé sur d'anciennes données. S'exprimant le 26 février 2009, [Krugman](#) estime que « the stimulus bill [d'environ 800 milliards de dollars] is OK, though not big enough »

discussion de ce point). Certains répondent que la mesure de la production privée dans le PIB n'est pas parfaite non plus. Troisièmement, le raisonnement de Krugman ne tient pas compte du coût de l'endettement (voir notamment [Arnold Kling](#)).

L'incertitude (notamment sur l'ampleur prévisible de la crise, sur les multiplicateurs, sur l'efficacité des différentes alternatives) est un élément clef à prendre en compte dans la conception d'une politique conjoncturelle budgétaire. Différents économistes divergent sur la question de savoir si cette incertitude devrait inciter à la prudence ou à l'audace. L'appel à la prudence est facile à comprendre : si le stimulus risque d'être inefficace, alors il vaut mieux ne pas prendre le risque de lancer un grand stimulus qui pourrait être vain (voir par exemple [Arnold Kling](#)). Les arguments pour l'audace sont les suivants. [Paul Krugman](#) argumente qu'il est préférable de se tromper en stimulant trop l'économie plutôt que pas assez, car la politique monétaire peut toujours freiner l'économie si le stimulus est trop fort, mais ne peut pas l'accélérer s'il est trop faible (car la politique monétaire ne peut plus guère baisser les taux d'intérêt). [Mark Thoma](#) estime aussi qu'il vaut mieux en faire trop que pas assez : « I am arguing that there are crucial economic and psychological « tipping points » that must be reached in order for the economic recovery package to be effective (or at least, there's enough of a chance that they exist that they cannot be ignored when formulating robust

policy) ». Certains argumentent qu'il vaut mieux risquer d'en faire trop que pas assez, car ils jugent que la perte de bien-être serait plus forte si on en fait trop peu que si on en fait trop.

[Jeffrey Sachs](#) craint qu'une politique de relance de grande ampleur soit déstabilisante : « Most important, we should stop panicking. One of the reasons we got into this mess was the Fed's exaggerated fear in 2002 and 2003 that the U.S. was following Japan into a decade of stagnation caused by deflation (falling prices). To avoid a deflation the Fed created a bubble. Now the bubble has burst, and we've ended up with the deflation we feared! Panics end badly, even panics of policy; more moderate policies will be safer in the medium term. [...] although the sharp downturn will unavoidably last another year or even two, we will not need zero interest rates and mega-deficits to avoid a depression or even to bring about a recovery. In fact, the long-term, sustainable recovery will be accelerated by a policy framework in which the budget credibly returns to balance over several years, the government meets its critical responsibilities in social services, infrastructure and regulation, and the Fed avoids dangerous swings in interest rates that actually contribute to the booms and busts we seek to avoid ». [Sachs](#) dit aussi que « there is certainly a cyclical case for deficit-financed public spending, but accompanied by phased-in tax increases to provide proper financing of crucial government functions in the medium term ».

Veröffentlichte «Working papers» des Ökonomenteams EFV

<http://www.efv.admin.ch/d/themen/wirtschaft/WGOe/index.php>

Alte Reihe

Nr. 3/2002: Colombier, C., Der «Elchtest» für den Sondersatz der Mehrwertsteuer in der Hotellerie.

Nr. 1/2003: Colombier, C., Eine Neubewertung der Schuldenbremse; unter Mitarbeit von: F. Bodmer, P. A. Bruchez, A. Geier, T. Haniotis, M. Himmel, U. Plavec. (überarbeitete Version: Nr. 2, neue Reihe)

Nr. 2/2003: Bruchez, P. A., Réexamen du calcul du coefficient k.

Nr. 3/2003: Bruchez, P. A., A modification of the HP Filter aiming at reducing the end point bias.

Nr. 4/2003: Bruchez, P. A., Will the Swiss fiscal rule lead to stabilisation of the public debt?

Nr. 5/2003: Colombier, C., Der Zusammenhang zwischen dem Bruttoinlandsprodukt und den Schweizer Bundeseinnahmen.

Nr. 6/2003: Bodmer, F. and A. Geier, Estimates for the Structural Deficit in Switzerland 2002 to 2007.

Nr. 7/2003: Bodmer, F., Eine Analyse der Einnahmenschwankungen.

Neue Reihe (ISSN 1660-8240)

Nr. 1: Weber, W. (2004), Der «Index of Deflation Vulnerability» des IWF – Eine Analyse für die Schweiz.

Nr. 2: Colombier, C. (2004), Eine Neubewertung der Schuldenbremse; unter Mitarbeit von: F. Bodmer, P. A. Bruchez, A. Geier, T. Haniotis, M. Himmel, U. Plavec, überarbeitete Version. (ursprüngliche Version: Nr. 1/2003)

Nr. 3: Bruchez, P.A., Gisiger, M. und W. Weber (2004), Die Schweizer Finanzmarktinfrastruktur und die Rolle des Staates.

Nr. 4: Colombier, C. (2004), Government and Growth.

Nr. 5: Geier, A. (2004), Application of the Swiss Fiscal Rule to Artificial Data.

Nr. 6: Fischer, R. (2004), Die Unterschiede in der Steuerbelastung der Kantone – Eine Analyse auf der Basis eines mikroökonomischen Haushaltsmodells.

Nr. 7: Bruchez, P.A. et D.S Gerber (2004), Sensibilité du 2ème pilier aux chocs inflationnistes – Une discussion qualitative.

Nr. 8: Bruchez, P.A. et Ch. Schaltegger (2005), International Tax Competition and Trends in Tax Policy: Some Implications for Switzerland.

Nr. 9: Bruchez, P.A., Colombier, C. und W. Weber (2005), Bundeshaushalt und Inflation.

Nr. 10: C. Colombier und W. Weber (2008), Ausgabenprojektionen für das Gesundheitswesen bis 2050.

Nr. 11: Bruchez, P.A., C. Colombier, A. Geier, B. Schlaffer et A. Rey (2009), Politique conjoncturelle de la Confédération.

