



**HAL**  
open science

## Doit-on oublier la politique budgétaire? Une analyse critique de la nouvelle théorie anti-keynésienne des finances publiques

Jérôme Creel, Bruno Ducoudre, Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak

### ► To cite this version:

Jérôme Creel, Bruno Ducoudre, Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak. Doit-on oublier la politique budgétaire? Une analyse critique de la nouvelle théorie anti-keynésienne des finances publiques. Revue de l'OFCE, 2005, 92, pp.43-97. 10.3917/reof.092.0043 . hal-01020610

**HAL Id: hal-01020610**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-01020610>**

Submitted on 8 Jul 2014

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# DOIT-ON OUBLIER LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE ?

## *Une analyse critique de la nouvelle théorie anti-keynésienne des finances publiques\**

**Jérôme Creel, Bruno Ducoudré, Catherine Mathieu  
et Henri Sterdyniak**

OFCE

Selon la nouvelle théorie anti-keynésienne des finances publiques (NAK), la politique budgétaire de stabilisation n'a aucun effet favorable sur l'activité. D'une part, les gouvernements utiliseraient la politique budgétaire à mauvais escient, à des fins électoralistes et non à des fins de régulation; les déficits publics seraient généralement trop élevés, conduisant à une trop forte accumulation de dette publique. D'autre part, les déficits publics seraient nuisibles en induisant une hausse des taux d'intérêt, en provoquant une baisse de la demande privée (puisque les agents anticipent les impôts qu'ils devront payer demain) et une baisse de l'offre (en raison de l'anticipation des effets néfastes des impôts futurs). La seule stratégie macroéconomique efficace en Europe consisterait à baisser les dépenses publiques, ce qui permettrait une baisse de la fiscalité, qui provoquerait une hausse de l'offre et de la demande. Les périodes de consolidation budgétaire (c'est-à-dire de réduction des déficits publics obtenue principalement par baisse des dépenses), qui conduisent les agents à anticiper un niveau durablement plus faible d'imposition, auraient des effets favorables sur l'activité. Cette thèse est dominante dans les milieux européens, tant communautaires qu'universitaires.

Notre article comprend deux parties. La première présente, de manière critique, les modèles théoriques de la NAK en discutant les différents canaux de transmission (consommation, investissement, taux d'intérêt) et les différentes hypothèses (situation conjoncturelle de l'économie, anticipation de la politique budgétaire, utilité des dépenses publiques). Elle montre que les effets anti-keynésiens ne peuvent apparaître que dans des cas très particuliers. La deuxième analyse les résultats empiriques de la NAK en distinguant les études économétriques par comportement, les études statistiques, les études de cas, les modèles VAR et les simulations de modèles macroéconomiques. Contrairement aux modèles théoriques, les effets anti-keynésiens semblent jouer surtout par le canal de l'investissement empiriquement. Les effets observés semblent liés à la concomitance de chocs d'offre favorables et de réformes budgétaires : ils ne peuvent être généralisés à la politique budgétaire de régulation. La conclusion tire les implications du débat pour la politique économique.

\* Ce texte est la version française remaniée de : « Should we forget Fiscal Stabilisation Policies? A Critical Survey of the New Anti Keynesian View of Public Finances », présenté à la 1<sup>re</sup> Conférence EUROFRAME sur les questions de politique économique en Europe, Université Paris Dauphine, 4 juin 2004. Les auteurs remercient Francesco Saraceno qui a participé aux travaux ayant abouti à cet article.

jerome.creel@ofce.sciences-po.fr; bruno.ducoudre@ofce.sciences-po.fr;  
catherine.mathieu@ofce.sciences-po.fr; henri.sterdyniak@ofce.sciences-po.fr.

Parmi les arguments mis en avant pour soutenir le Pacte de stabilité, l'un des plus profonds et des plus fréquemment avancés consiste à soutenir que, de toute façon, la politique budgétaire n'a aucun effet favorable sur le niveau de production, que les États membres peuvent donc l'abandonner sans coût, voire même avec un gain en terme de stabilisation et de croissance. D'une part, les gouvernements utilisent la politique budgétaire à mauvais escient, à des fins électoralistes et non à des fins de régulation; ils ne font pas les efforts nécessaires en période de bonne conjoncture; ils sont trop optimistes sur le niveau de la production potentielle. Le déficit public est généralement trop élevé, conduisant à une trop forte accumulation de dette publique. L'idéologie keynésienne permet aux gouvernements de pratiquer une politique électoraliste et injuste: faire financer les dépenses actuelles par les générations futures. D'autre part, les déficits publics sont nuisibles en induisant une hausse des taux d'intérêt, en provoquant une baisse de la demande privée (puisque les agents anticipent les impôts qu'ils devront payer demain) et une baisse de l'offre (en raison de l'anticipation des effets néfastes des impôts futurs). La seule stratégie macroéconomique efficace en Europe consisterait en une baisse des dépenses publiques, qui permettrait une baisse de la fiscalité, qui provoquerait une hausse tant de l'offre que de la demande. Les périodes de consolidation budgétaire (c'est-à-dire de réduction des déficits publics obtenue principalement par baisse des dépenses), qui modifient les anticipations des agents, en leur faisant escompter un niveau durablement plus faible d'imposition, ont des effets favorables sur l'activité. Aussi, les États n'ont-ils rien à perdre en acceptant que la Commission européenne encadre sévèrement leurs politiques budgétaires.

Cette thèse, qui s'appuie tant sur des bases théoriques que sur des expériences empiriques, constitue ce que nous nommerons la nouvelle théorie anti-keynésienne des finances publiques (NAK)<sup>1</sup>. Elle est aujourd'hui largement répandue et dominante dans les milieux européens, tant communautaires (Giudice *et al.*, 2003) qu'universitaires<sup>2</sup>.

D'un point de vue scientifique, elle pose cependant cinq questions:

1) Les effets anti-keynésiens sont-ils liés à l'hypothèse que l'économie fonctionne sous contrainte d'offre? Ces effets existent-ils dans les périodes de dépression durable de la demande, celles où précisément se pose la question d'une relance budgétaire? Comment les ménages anticipent-ils la production et leur revenu en période de chômage keynésien?

1. Certains parlent de théorie allemande (*German view*) ou de théorie des anticipations (*expectational view*).

2. Les articles les plus représentatifs sont: Giavazzi et Pagano (1990), Alesina et Perotti (1995), Giavazzi et Pagano (1996), Perotti (1996), Alesina et Ardagna (1998), Perotti (1999), Alesina *et al.* (2002). Peut-être pourrait-on parler de « théorie italienne des finances publiques »?

2) Les effets anti-keynésiens sont-ils liés aux types de dépenses publiques? *Quid* si celles-ci sont des dépenses utiles aux ménages ou si elles ont des effets favorables sur la productivité de l'économie?

3) Par quels canaux passent les effets expansionnistes de la politique budgétaire restrictive? Par la baisse des taux d'intérêt? Par des effets d'anticipation des impacts favorables de la baisse des impôts, directement sur le revenu des agents ou indirectement sur le niveau de production?

4) Comment les agents anticipent-ils l'évolution des finances publiques?

5) Faut-il distinguer politiques budgétaires structurelle et conjoncturelle? Les arguments sont-ils valables contre la politique budgétaire de régulation ou ne portent-ils que sur les variations structurelles des dépenses publiques ou ne sont-ils valables que pour les déficits publics « excessifs »? Faut-il revenir à l'idée autrichienne selon laquelle les dépenses publiques doivent être réduites en période de mauvaise conjoncture?

Notre article comprend deux parties. La première présente, de manière critique, les modèles théoriques de la NAK en discutant les différents canaux de transmission (consommation, investissement, taux d'intérêt) et les différentes hypothèses (situation conjoncturelle de l'économie, anticipation de la politique budgétaire, utilité des dépenses publiques). Elle montre que les effets anti-keynésiens ne peuvent intervenir que dans des cas très particuliers. La deuxième analyse les résultats empiriques de la NAK en distinguant les études économétriques par comportement, les études statistiques, les études de cas, les modèles VAR et les simulations de modèles macroéconomiques. Cette analyse montre que, contrairement aux modèles théoriques, les effets anti-keynésiens semblent jouer surtout par le canal de l'investissement. Les effets observés semblent liés à la concomitance de chocs d'offre favorables et de réformes budgétaires: ils ne peuvent être généralisés à la politique budgétaire de régulation. La conclusion tire les implications du débat pour la politique économique.

## I. La théorie anti-keynésienne des finances publiques

Selon la NAK, la politique budgétaire expansionniste a des effets dépressifs sur le niveau de production et la politique budgétaire restrictive a des effets expansionnistes, ceci même dans le court terme. Les autorités budgétaires sont donc toujours face à un choix de type *classique*: augmenter les dépenses publiques peut être justifié pour des raisons microéconomiques (redistribution ou affectation), mais a toujours un coût macroéconomique.

Une consolidation budgétaire, c'est-à-dire une réduction du déficit public obtenue par réduction des dépenses, a, selon cette littérature, des effets favorables (au pire neutres) sur le niveau de l'activité économique. Ces effets passent par quatre canaux de transmission :

1. La baisse des dépenses publiques induit une anticipation de baisse des impôts qui augmente le revenu anticipé des ménages. La demande privée augmente d'autant plus que les agents sont ricardiens (ils consomment en fonction de leur revenu futur anticipé, ne sont pas soumis à une contrainte de liquidité et tiennent compte de la contrainte budgétaire de l'État), ce d'autant plus que la baisse des dépenses publiques est perçue comme permanente (Giavazzi et Pagano, 1990).

2. La baisse anticipée des impôts entraîne une anticipation d'augmentation de la production et du revenu, car les agents anticipent que les effets distorsifs de la fiscalité seront réduits. En raison de ces anticipations, la hausse de la consommation présente est supérieure à la baisse initiale des dépenses publiques (Perotti, 1999).

3. La réduction de l'emploi public et la baisse anticipée de la taxation du travail entraînent une baisse des salaires, donc une hausse des profits des entreprises, ce qui favorise l'investissement (Alesina *et al.*, 2002).

4. La baisse des dépenses publiques entraîne une anticipation de baisse durable des taux d'intérêt de court terme qui fait baisser immédiatement les taux longs, ce qui augmente l'investissement. Cette baisse des taux d'intérêt peut être induite par l'anticipation d'une demande plus faible<sup>3</sup>, par l'anticipation qu'une dette publique plus faible incitera le gouvernement à choisir un taux d'inflation plus bas, ou par la baisse de la prime de risque liée au risque de défaut sur la dette publique.

L'argumentation repose sur six postulats discutables :

1. La politique budgétaire n'a pas d'effet favorable à court/moyen terme puisque le raisonnement se fait dans un cadre classique. *En régime keynésien, un cercle vertueux pourrait être engagé : hausse de la demande publique, d'où hausse de la production, d'où hausse des revenus privés, d'où hausse de la demande privée. A priori, les effets NAK ne peuvent jouer qu'en situation classique où la production est contrainte par l'offre ou lorsque cette situation sera atteinte dans un avenir proche.*

2. Les agents anticipent la production future selon un schéma néoclassique (et non selon un schéma keynésien) : la production dépend négativement des impôts par effet d'offre (au lieu de dépendre positivement des dépenses publiques).

3. Les effets d'anticipation sont plus importants que les effets de liquidité. Par exemple, une baisse des impôts actuels, à dépenses publiques inchangées, induit une hausse de la consommation des

3. Toutefois, ce canal est contradictoire avec les trois premiers.

ménages contraints financièrement et une baisse de celle des ménages non contraints (puisqu'ils anticipent une hausse future des impôts et qu'ils savent que celle-ci induira une baisse de la production). Le deuxième effet l'emporte sur le premier.

4. Les agents anticipent la politique budgétaire future, ce qui pose la question de leur capacité à faire la distinction entre les chocs permanents et temporaires, à évaluer les risques d'insolvabilité, à intégrer les conditions d'équilibre à terme des finances publiques, à évaluer si un déséquilibre sera résolu par baisse des dépenses ou hausse des recettes (Feldstein, 1982).

5. La hausse constatée du déficit public provoquera nécessairement une hausse de la fiscalité dans les périodes futures. *Ceci est contestable s'il s'agit de déficits cycliques, qu'ils résultent du jeu des stabilisateurs automatiques ou de décisions discrétionnaires.*

6. Compte tenu du fait qu'elle rend nécessaire une hausse des impôts, la hausse des dépenses publiques réduit à terme la production potentielle. *Ceci pose question, en particulier lorsqu'il s'agit d'investissements en infrastructures, de dépenses de recherche (qui peuvent permettre d'augmenter la productivité de l'économie) ou de certaines dépenses utiles aux ménages (santé, éducation, retraite).*

Les effets anti-keynésiens proviennent de l'accroissement de dépenses privées consécutif à la contraction budgétaire, qui fait plus que compenser l'effet récessif de la politique budgétaire sur l'activité macroéconomique. L'élément crucial réside dans le changement d'anticipation induit par la contraction budgétaire. La majeure partie de la littérature théorique, à l'exception de l'article d'Alesina *et al.* (2002), se concentre sur le canal de la consommation: les contractions budgétaires améliorent le revenu permanent anticipé des ménages, ce qui induit une hausse de leur consommation. Ce résultat théorique emprunte à la fois à l'équivalence ricardienne et à l'argumentation en terme de soutenabilité budgétaire.

Afin de rendre compte de l'ensemble de la littérature théorique autour des « contractions budgétaires expansionnistes », nous proposons un modèle et quelques variantes. Nous commencerons par faire coexister des ménages contraints par la liquidité et des ménages non contraints, dans une économie à deux périodes: la première période est de type keynésien, tandis que la seconde est de type classique. La fiscalité est supposée avoir des effets désincitatifs. Dans ce cadre, les effets anti-keynésiens sont rares car ils nécessitent des conditions draconiennes. Par la suite, nous modifions la structure temporelle du modèle en supposant qu'il existe plusieurs périodes keynésiennes avant un long terme classique; puis, qu'il n'y a plus de long terme classique. Dans ces conditions, les effets anti-keynésiens disparaissent totalement.

## 1.1. Le canal de la consommation: le modèle de référence

Plaçons-nous dans un modèle à deux périodes, proche de celui de Perotti (1999). Les ménages maximisent une fonction d'utilité

$$U = \log(c_1) + \frac{\log(c_2^a)}{1+\delta}$$

sous la contrainte de budget:

$$c_1 + \frac{c_2^a}{1+r} = z_1 + \frac{z_2^a}{1+r},$$

$z$  représentant leur revenu,  $c$  leur consommation,  $r$  le taux d'intérêt réel.

Les ménages ne sont pas soumis à une contrainte de liquidité. Ils choisissent donc leur consommation:  $c_1 = 0,5(z_1 + z_2^a)(1 + 0,5(\delta - r))$ .

À chaque période, le revenu des ménages vaut:  $z_t = y_t - t_t$

L'équilibre sur le marché des biens s'écrit:  $y_t = g_t + c_t$

L'équilibre intertemporel du budget de l'État s'écrit:

$$t_1 + \frac{t_2^a}{1+r} = g_1 + \frac{g_2^a}{1+r}$$

Les ménages anticipent leur revenu pour la période 2 en tenant compte de cet équilibre, qui détermine le montant des impôts de la période 2.

Supposons que  $\delta$  soit peu différent de  $r$ . La demande vaut:

$$d_1 = 0,5(y_1 + y_2^a - g_1 - g_2^a) + g_1$$

L'impact d'une hausse de dépenses publiques, comme d'une hausse d'impôts dépend des anticipations des agents sur le niveau des dépenses futures et sur le niveau de production. Dans le schéma ricardien traditionnel, on suppose que la production est exogène et que la hausse des dépenses publiques est permanente. Dans ce cas, la politique budgétaire n'a aucun impact sur la demande puisqu'elle est entièrement compensée par la réaction des ménages. Pour avoir des effets anti-keynésiens, supposons que les ménages anticipent que les impôts futurs nuiront au niveau d'activité et que la hausse des dépenses publiques constatée au cours de la période a une certaine inertie. Soit:

$$g_2^a = \rho g_1$$

$$y_2^a = \bar{y}_2 - \gamma_2^a$$

$$\text{Alors: } d_1 = 0,5(y_1 + \bar{y}_2) + 0,5(1 - \rho - (1 + \rho)\gamma)g_1 + 0,5\gamma_1$$

Une hausse des dépenses publiques a un impact négatif sur la demande, si les agents anticipent qu'elle sera durable ( $\rho$  proche de 1) et s'ils anticipent que la hausse des impôts qu'elle induira aura des effets

négatifs sur la production<sup>4</sup>. L'effet peut être positif si les agents anticipent qu'elle est temporaire et que les effets d'offre induits seront faibles. Le monde est anti-keynésien si :

$$\gamma > \frac{1-\rho}{1+\rho}$$

La plupart des articles ne précisent pas la situation conjoncturelle au moment du choc de politique budgétaire. Or, la question de l'effet de la politique budgétaire se pose généralement lorsque l'économie est en situation keynésienne, tandis que celle de l'impact de la fiscalité sur l'offre se pose plutôt en situation de chômage classique. De même, des agents rationnels ne doivent pas anticiper le niveau de la production de la même façon, selon que l'économie est en régime keynésien ou classique. Enfin, souvent, les articles ne distinguent pas entre hausses permanentes et transitoires des dépenses publiques. Dans le cas limite d'une économie fermée en plein emploi, une relance budgétaire se traduit obligatoirement par une baisse de la demande privée, soit par effet ricardien, soit par une hausse du taux d'intérêt et de l'inflation. Mais c'est en situation de sous-emploi que se pose la question de l'opportunité de politiques budgétaires de relance, de soutien ou de consolidation.

Supposons que la première période est keynésienne tandis que la seconde est classique. Supposons par ailleurs (comme Hayashi, 1982 et Campbell et Mankiw, 1989, 1990) que la population se compose de  $\lambda$  ménages contraints financièrement, qui ne peuvent pas emprunter au cours de la période et consomment donc leur revenu disponible à chaque période, et de  $(1 - \lambda)$  ménages qui ne sont pas soumis à une contrainte de liquidité et peuvent donc pratiquer une optimisation inter-temporelle. La consommation à la période 1 s'écrit alors :

$$c_1 = \lambda(y_1 - t_1) + 0,5*(1 - \lambda)*(y_1 - t_1 + y_2^a - t_2^a) + \varepsilon_c$$

Les agents observent le choc sur les dépenses publiques et anticipent que :

$$g_2^a = \rho g_1$$

$$t_2^a = g_1 + g_2^a - t_1$$

$$y_2^a = \bar{y}_2 - \gamma t_2^a + \alpha g_1$$

$\rho$  représente la persistance anticipée de la hausse observée des dépenses publiques;  $\gamma$  l'éventuel effet défavorable de la taxation sur l'offre;  $\alpha$  l'éventuel effet favorable des dépenses publiques sur la production potentielle.

4. En fait, une hausse des impôts a deux effets dans un modèle néoclassique. Si elle est forfaitaire, les ménages sont plus pauvres et sont donc incités à travailler davantage, ce qui augmente la production. Si elle frappe les revenus d'activité, elle réduit l'incitation à travailler, ce qui réduit la production.



La production à la période 1 vaut alors :

$$y_1 = \bar{y}_2 + \frac{2}{1-\lambda} \varepsilon_c - \left( \frac{2\lambda}{1-\lambda} - \gamma \right) t_1 + \left( \frac{2}{1-\lambda} + \alpha - (1+\rho)(1+\gamma) \right) g_1$$

Par l'intermédiaire des anticipations, la production de la période keynésienne dépend de la production de plein-emploi. Toute hausse de la demande privée se traduit par une hausse de la production; en ce sens, le modèle est parfaitement keynésien. Toutefois, la politique budgétaire peut avoir des effets anti-keynésiens :

— pour les impôts, si

$$\gamma > \frac{2\lambda}{1-\lambda} .$$

Une hausse des impôts induit une hausse de la production car les ménages non contraints financièrement anticipent que la baisse des impôts à la période suivante induira une hausse de la production, donc de leur revenu. Il faut que les effets anticipés de désincitation soient forts et que peu de ménages soient contraints financièrement. Par exemple: si  $\lambda = 1/3$ , il faut que  $\gamma > 1$ .

— pour les dépenses publiques, si

$$(1+\rho)(1+\gamma) > \frac{2}{1-\lambda} + \alpha .$$

Les effets de désincitation et de persistance doivent être forts; il doit y avoir peu de ménages contraints financièrement et peu d'effets d'entraînement. Si  $\lambda = 1/3$  et  $\alpha = 0$ , pour un choc permanent ( $\rho = 1$ ), il faut que  $\gamma > 0,5$ . Pour un choc transitoire ( $\rho = 0$ ), il faut que  $\gamma > 2$ .

Si  $\alpha = 0$ ,  $\gamma = 0,5$ , les effets anti-keynésiens n'apparaissent pour les impôts que si  $\lambda < 0,2$ ; ils n'apparaissent jamais pour les dépenses temporaires; ils n'apparaissent pour les dépenses permanentes que si  $\lambda < 0,33$ .

Une politique budgétaire de relance temporaire dans une situation budgétaire *saine* ( $\gamma$  faible) est probablement expansionniste. Le multiplicateur budgétaire vaut 1,8 si  $\lambda = 1/3$ ,  $\gamma = 0,2$ ,  $\rho = 0$ ,  $\alpha = 0$ . L'effet s'inverse pour une hausse permanente des dépenses publiques et une situation budgétaire dégradée. Si  $\lambda = 1/3$ ,  $\rho = 1$ ,  $\gamma = 1$ , le multiplicateur vaut  $-1$ .

Imaginons que le gouvernement veuille effectuer une politique de relance temporaire, le multiplicateur de dépenses publiques est supérieur au multiplicateur de baisse d'impôt tant que :

$$\frac{1+\alpha}{1+\gamma} > \rho .$$

## 1.2. Un modèle à plusieurs périodes

Barry et Devereux (1995) et Artus (1996) sont, à notre connaissance, les seuls auteurs dans la littérature sur les effets non keynésiens

à discuter de la plausibilité de ces effets, en distinguant le cas où l'équilibre de court terme est de type keynésien (la production est déterminée par la demande) ou de type classique (la production est déterminée par l'offre). Supposons ici que les agents anticipent à l'instant 1 que l'avenir comportera  $m$  périodes keynésiennes suivies de  $n$  périodes de plein emploi. Faisons l'hypothèse, particulièrement forte, que les agents anticipent que, dans toutes les périodes keynésiennes ou dans toutes les périodes classiques, le niveau des dépenses publiques et des impôts est le même. Durant les périodes classiques, la production vaut:  $\bar{Y}$  et les dépenses publiques:  $\bar{G}$ . Durant les périodes keynésiennes, les impôts valent  $T_K$ ; les dépenses publiques  $G_K$ .

La contrainte budgétaire de l'État s'écrit: (1)  $mT_K + n\bar{T} = mG_K + n\bar{G}$

Les ménages déterminent leur consommation en intégrant la contrainte budgétaire de l'État. Ils observent la politique budgétaire en régime keynésien, anticipent  $\bar{G}$  et, en utilisant (1),  $\bar{T}$ . Soit, en supposant une préférence pour le présent égale au taux d'intérêt réel:

$$C_t = (mY_K + n\bar{Y} - mG_K - n\bar{G}) / (m + n)$$

À chaque période:  $Y_t = C_t + G_t$ , d'où  $Y_K = \bar{Y} + G_K - \bar{G}$ .

La hausse des dépenses publiques a bien un effet expansionniste durant les périodes keynésiennes, où toute hausse de la demande entraîne une hausse de la production: les ménages anticipent que la hausse des impôts sera compensée par celle de la production; ils ne réduisent donc pas leur consommation. Par contre, une anticipation de fortes dépenses publiques en régime classique a un effet défavorable, puisque les ménages savent que ces dépenses se traduiront par une baisse de leur revenu. Une relance temporaire par les dépenses publiques est donc expansionniste; une relance permanente est neutre. La politique fiscale n'a pas d'impact: elle est endogène en période de plein emploi; elle n'influence pas la consommation des ménages en période keynésienne. De ce point de vue, le modèle est ricardien. Il peut être étendu dans deux directions:

a) S'il existe une proportion  $\lambda$  de ménages contraints par leur revenu courant, la production est déterminée par:

$$Y_K = \bar{Y} - \bar{G} + (G_K - \lambda T_K) / (1 - \lambda)$$

Les impôts ont un impact négatif en période keynésienne, et l'impact de la politique de dépenses publiques en régime keynésien est amplifié.

b) Pour avoir des effets anti-keynésiens, il faut que le taux d'imposition ait un impact négatif sur le niveau de production en régime classique, du type:  $\bar{Y} = \bar{Y}_0 - \gamma \bar{T}$  et que cet impact soit anticipé par les agents.

Le niveau de production en régime keynésien vaut alors :

$$Y_k = \bar{Y}_0 + (1 - \gamma m / n) G_k + \gamma m / n T_k - (1 + \gamma) \bar{G}$$

L'effet négatif des dépenses futures est maintenant amplifié : le canal « anticipation de la baisse de la production » s'ajoute au canal « anticipation de la hausse des impôts ». Par contre, les impôts courants ont maintenant un effet positif. En raison du comportement ricardien des ménages, la stratégie optimale en régime keynésien est une relance temporaire par les dépenses publiques financée par des impôts courants, de sorte que les agents n'anticipent pas de hausse durable de la fiscalité. Ce schéma n'a d'autre vertu que de montrer l'ambiguïté introduite par les anticipations, dès que l'économie est en régime keynésien.

c) En combinant les deux arguments précédents, on obtient :

$$Y_k = \bar{Y}_0 + (1 - \gamma m / n) G_k / (1 - \lambda) + (\gamma m / n - \lambda) T_k / (1 - \lambda) - (1 + \gamma) \bar{G}$$

L'impact d'une hausse des impôts de la période keynésienne sur l'activité devient ambigu : l'effet dépressif qui frappe les ménages contraints financièrement va en sens inverse de la réduction de l'impact désincitatif de long terme. L'impact d'une hausse des dépenses publiques dépend de façon importante de l'hypothèse de persistance qui lui est attribuée. La politique optimale de stabilisation consiste toujours à financer une hausse des dépenses publiques par des impôts à la même période. Les effets anti-keynésiens sont d'autant plus probables que la période keynésienne dure longtemps ( $m$  élevé). En effet, plus la période keynésienne est longue, plus les agents anticipent qu'une hausse des dépenses publiques (en régime keynésien) rendra nécessaire une plus forte hausse des impôts lorsque l'économie se trouvera en régime classique.

L'impact de la politique budgétaire dépend donc crucialement de la situation économique. De même, il dépend de son caractère permanent ou transitoire. Ainsi, une politique de stabilisation temporaire en période keynésienne a très peu de risque de déprimer l'activité.

### 1.3. Un modèle anti-NAK

Supposons maintenant que le long terme n'est pas de type classique. Les rigidités de prix persistent à long terme et le niveau de la demande continue à déterminer le niveau de production. La relance budgétaire ne permet pas de sortir de la zone keynésienne. Contrairement aux modèles précédents, on suppose ici que les impôts sont proportionnels au PIB. Le modèle s'écrit alors :

$$y_t = g_t + c_t$$

$$c_t = z_t + \lambda (b_{t-1} - kz_t - b_0^d)$$

$$z_t = y_t - ty_t + rh_{t-1}$$

$$h_t = h_{t-1}(1 + r) + g_t - ty_t$$

où  $b$  représente la dette publique,  $z$  le revenu disponible des agents privés,  $r$  l'écart entre le taux d'intérêt réel et le taux de croissance. Les dépenses publiques augmentent l'activité directement, mais aussi indirectement en faisant augmenter la dette publique, qui, considérée comme une richesse nette par les ménages, tend à faire augmenter la demande.

À long terme, le niveau de production d'équilibre vaut, selon Christ (1968)<sup>5</sup> :  $y_L = g_L/t$

Les dépenses publiques sont financées par l'augmentation des recettes fiscales, à taux d'imposition constant : la hausse du revenu national induite par celle des dépenses publiques génère suffisamment de recettes fiscales pour que la politique budgétaire soit autofinancée à long terme. Rationnellement, les ménages ne doivent pas anticiper de hausse du taux d'imposition à la suite d'une hausse des dépenses publiques puisque l'équilibre se fait par hausse de la production. La convergence vers le long terme est accélérée si les ménages incorporent la valeur d'équilibre du revenu dans leur comportement de consommation.

Ce modèle rappelle que l'introduction de la dynamique de la dette publique dans un cadre keynésien amplifie les effets favorables de la politique budgétaire, sans provoquer d'insoutenabilité des finances publiques. Un choc permanent (plutôt que transitoire) sur les dépenses publiques est même la situation la plus favorable pour le niveau de production. Aussi, alors que les ménages adoptent par hypothèse un comportement ricardien — ils anticipent parfaitement les actions du gouvernement et tiennent compte de cette information dans leur propre comportement —, la politique budgétaire conserve des effets keynésiens. Dans le domaine des effets non keynésiens, la situation économique est cruciale. La nature même de l'équilibre économique — keynésien ou classique, à court ou à long terme — doit être précisée : c'est elle qui rend plus (régime classique) ou moins (régime keynésien) probable l'existence d'effets non keynésiens.

#### 1.4. Des effets non linéaires?

Pourtant, la plupart des travaux ne distinguent ni le type d'équilibre économique courant ou anticipé (à l'exception de Barry et Devereux, 1995, et Artus, 1996), ni la nature des dépenses : dépenses de régulation (temporaires par définition) et dépenses structurelles (permanentes par définition).

5. En toute rigueur,

$$y_L = \frac{1-r}{t-rk} g_L$$

Pour Feldstein (1982), les ménages ne sont jamais sûrs du caractère permanent ou temporaire des mesures de politique budgétaire. Aussi, l'impact de la politique budgétaire sur la consommation est-il variable et incertain. La politique budgétaire ne doit être utilisée que lorsque l'impact recherché est important et que les délais d'action ont peu d'importance, compte tenu de la longueur de la dépression ou de la surchauffe. Il faut mettre en place des dispositifs institutionnels destinés à convaincre les agents privés que les mesures de politique budgétaire de stabilisation sont effectivement temporaires.

Pour Perotti (1999), comme pour Blanchard (1990b), les effets désincentivants de la fiscalité sur l'activité sont d'autant plus forts que le taux d'imposition est élevé. Pour de faibles valeurs initiales du taux d'imposition,  $\gamma$  est faible, l'économie réagit de façon keynésienne. Pour de fortes valeurs,  $\gamma$  est fort, l'économie réagit de façon anti-keynésienne. Pour Drazen (1990), un choc important sur les dépenses sera généralement considéré comme structurel et permanent, ce qui renforce la probabilité qu'il ait un effet non keynésien. Au contraire, une mesure de faible ampleur sera considérée comme temporaire et aura donc des effets keynésiens. Un effet expansionniste peut être obtenu par une hausse temporaire des dépenses publiques ou, au contraire, par une forte baisse.

Pour exposer le modèle de Bertola et Drazen (1993), plaçons-nous dans un pays en situation classique, sans contrainte de liquidité, en économie ouverte, à périodes. Le gouvernement choisit les dépenses publiques courantes,  $g$ ; les agents anticipent les dépenses futures et intègrent la contrainte budgétaire de l'État. Dans ces conditions, la consommation vaut:  $c = y - (g + ng_1)/(n + 1)$  et le solde courant:  $b = n(g_1 - g)/(n + 1)$ . En temps ordinaire, les agents anticipent que toute variation de  $g$  sera durable; donc  $g$  joue négativement sur la consommation et  $b$  ne varie pas. Si  $g$  dépasse une certaine limite, les agents estiment que la réforme devient inéluctable, réforme qui consistera, par exemple, à ramener  $g$  à 0. Quand les dépenses publiques passent de  $g$  à  $g + dg$ , la consommation passe de  $y - g$  à  $y - (g + dg)/(n + 1)$ , donc augmente fortement. On a à la fois non-linéarité et inversion du signe de l'effet des dépenses publiques. Une légère baisse de celles-ci peut induire une légère hausse de la consommation privée (les ménages anticipent une baisse des impôts, faible mais permanente) ou une forte baisse (le scénario où une hausse durable des dépenses publiques obligerait à une réforme profonde devient peu probable). Ce modèle a l'avantage (ou l'inconvénient) de générer toutes les réactions possibles de la consommation à la suite d'un changement de la politique budgétaire.

Dans le modèle de Sutherland (1997), le gouvernement verse des transferts,  $f$ , aux ménages. Plaçons-nous dans un monde à deux périodes. La consommation des ménages à la période 1 est:

$c_1 = y + 0,5(f_1 + f_2^a)$ . La dette publique à la fin de la période 2 vaut:  $b_f = f_1 + f_2^a + b_0$ . Si la dette anticipée est inférieure à une certaine valeur limite,  $b_f < \bar{b}$ , les agents anticipent que la politique budgétaire sera maintenue, donc  $f_2^a = f_1$  et  $c_1 = y + f_1$ . Le monde est alors keynésien. Les agents anticipent que la dette publique sera remboursée par les générations futures. Si la dette potentielle dépasse cette valeur limite, les agents anticipent que l'État changera rapidement de politique économique. D'où:  $f_2^a = \bar{b} - b_0 - f_1$  et  $c_1 = y + 0,5(\bar{b} - b_0)$ . Les agents deviennent ricardiens. L'impact de la politique budgétaire dépend du niveau initial de la dette.

## 1.5. Le canal de l'investissement

La plupart des articles théoriques de la mouvance NAK mettent l'accent sur le canal de la consommation. Pourtant, nous verrons qu'il apparaît empiriquement que les épisodes de consolidation budgétaire réussis le sont davantage par hausse de l'investissement que de la consommation. Alesina *et al.* (2002) cherchent à justifier théoriquement ce phénomène. Quatre arguments pourraient être mobilisés, dont les deux premiers ne sont pas évoqués par ces auteurs.

Supposons, tout d'abord, que l'investissement dépend essentiellement de la demande anticipée pour la période future et que l'économie est en régime keynésien. L'entreprise constate qu'il y a eu un choc de demande privée,  $-d_1$  et que l'État y a répondu par une hausse de demande publique:  $g_1 = kd_1$ . L'entreprise anticipe, pour la période future, un choc de demande privée:  $d_2 = -\rho d_1$  et une réaction de l'État:  $g_2 = kd_2 - hg_1 = k(\rho - h)d_1$  où  $h$  représente l'impact négatif sur les dépenses publiques de la période 2, des dépenses publiques de la période 1, induit par le resserrement de la contrainte budgétaire. L'investissement dépend alors de:  $y_2 = -(\rho - k(\rho - h))d_1$ . L'effet de la politique budgétaire de la période 1 peut être positif ou négatif sur l'investissement selon que l'effet *confiance sur la politique stabilisatrice de l'État* l'emporte ou non sur l'effet *durcissement de la contrainte budgétaire*. Les arguments similaires à ceux examinés pour la consommation peuvent être introduits et les effets raffinés. Ainsi, l'effet d'une politique budgétaire expansionniste peut-il être négatif si la dette publique est déjà élevée.

En régime classique, supposons que l'investissement des entreprises dépend pour certaines d'entre elles du profit courant et pour d'autres du profit anticipé à la période future. Soit:

$$g_2 = \rho g_1 \quad t_2 = g_1 + g_2 - t_1 \quad \text{et} \quad y_2 = \bar{y} - \gamma t_2 + \alpha g_1$$

$$inv_1 = k\mu(y_1 - t_1) + k(1 - \mu)(\bar{y} + \alpha g_1 - (1 + \gamma)((1 + \rho)g_1 - t_1))$$

Les dépenses publiques ont alors des effets anti-keynésiens: l'investissement est une fonction décroissante des dépenses publiques de la

période, puisque celles-ci amènent à anticiper une hausse des impôts dans le futur. Par contre, l'impact des impôts courants est ambigu puisque l'effet est négatif sur les entreprises soumises à une contrainte de liquidité, positif sur les autres.

En fait, Alesina *et al.* (2002) mobilisent essentiellement un troisième argument. Dans leur modèle, l'investissement dépend exclusivement de la profitabilité. Le profit est d'autant plus fort que les travailleurs acceptent de bas salaires. Selon les auteurs, la réduction des dépenses publiques permet une baisse spécifique des salaires. Cette spécificité est cependant difficile à démontrer. Dans une problématique néoclassique, une baisse des dépenses publiques représente une hausse de la richesse des ménages; ceux-ci ont tendance à travailler moins; ce qui entraîne une hausse des salaires. Par contre, si la baisse des dépenses porte sur l'emploi public, il y a effectivement hausse du chômage qui fait pression à la baisse sur les salaires et le mécanisme décrit peut s'enclencher. À l'équilibre, toutefois, les salaires sont plus bas, les profits plus élevés, mais le chômage est plus fort. Ce mécanisme ne peut, à lui seul, entraîner une baisse du chômage.

L'autre argument des auteurs est que la baisse des dépenses permet de réduire la fiscalité portant sur le travail (et, de plus, d'anticiper une telle baisse). Selon la courbe WS, les travailleurs acceptent alors une baisse du salaire brut (ce qui est compatible avec une certaine hausse de leur salaire net). Les profits augmentent, donc l'investissement. Toutefois, cet effet favorable n'a lieu que dans le cas de baisse des dépenses publiques permettant une baisse des impôts sur le travail, en supposant que ces dépenses publiques n'avaient aucune utilité pour les travailleurs. Des mesures telles que la baisse des allocations retraite que les salariés doivent compenser en épargnant plus, ou la baisse des allocations maladie qui les obligent à souscrire à des assurances privées ne doivent pas induire une baisse du salaire demandé.

## 1.6. Le canal des taux d'intérêt

Le dernier canal est celui des taux d'intérêt. Considérons d'abord le taux de court terme. Selon la quasi-totalité de la littérature récente, le taux d'intérêt de court terme est fixé par la Banque centrale selon une règle dite de Taylor. Soit,

$$(2) \quad i = a + \pi + \lambda(\pi - \pi_M) + \mu y$$

Le taux court nominal dépend du taux court réel objectif de la Banque centrale<sup>6</sup>, du taux d'inflation,  $\pi$ , de l'écart à l'objectif d'inflation de la Banque centrale,  $\pi - \pi_M$  et de l'écart de la production à la

6. Toutefois, cette règle a le défaut de ne pas expliciter le processus qui égalise le taux objectif de la Banque centrale et le taux d'intérêt réel requis pour équilibrer l'offre et la demande de biens.

production potentielle,  $y$ . Selon cette spécification, les autorités monétaires ne prennent pas explicitement en compte le comportement des autorités budgétaires. Celui-ci pourrait jouer de deux façons contradictoires: en situation de déficit public, la Banque centrale pourrait augmenter ses taux d'intérêt pour décourager les autorités budgétaires de pratiquer une politique expansionniste; en sens inverse, un fort niveau de dette publique pourrait obliger la Banque centrale à pratiquer un bas taux d'intérêt pour éviter que la dette ne devienne insoutenable.

D'après l'équation (2), une hausse du déficit discrétionnaire visant à stabiliser l'activité lors d'un choc négatif de demande privée n'a pas d'impact sur le taux court. Par contre, un déficit autonome, induisant un niveau excessif de demande, entraîne une hausse du niveau du taux de court terme<sup>7</sup>.

Si les autorités monétaires et budgétaires ont les mêmes objectifs, les deux instruments sont utilisés dans le même sens. Les périodes de déficit public sont des périodes de bas taux d'intérêt réels (par exemple, aux États-Unis en 2002-2003, au Japon de 1996 à 2003). Si la Banque centrale est indépendante et a des objectifs différents du gouvernement, les deux instruments peuvent être utilisés de façon conflictuelle (Capoen *et al.*, 1994). On peut donc observer des périodes de déficits élevés et de forts taux d'intérêt (comme en Europe en 1992-1993).

Selon la théorie des anticipations, le taux de long terme est égal à la moyenne des taux courts futurs anticipés. Si  $i_c = a + \pi + \lambda(\pi - \pi_M) + \mu y$ , on doit avoir  $i_L = ki_c + (1 - k)(a + \pi_M) + \rho$  où les agents anticipent un retour du taux court à sa valeur d'équilibre de long terme. Une prime de risque peut éventuellement s'y ajouter, liée au risque de taux que prennent les agents qui prêtent ou empruntent à long terme.

Supposons qu'à la période initiale, l'économie soit en situation de sous-emploi: les autorités monétaires pratiquent une politique de bas taux d'intérêt tandis que les autorités budgétaires maintiennent un certain déficit. Normalement, les marchés doivent anticiper un retour de l'économie vers le plein emploi, donc une hausse des taux d'intérêt et une réduction du déficit budgétaire. Le taux long est naturellement plus élevé que le taux court, sans que cet écart soit induit par le déficit public. Toutefois, une anticipation de maintien à un niveau élevé du déficit public structurel peut conduire les agents à anticiper une hausse future du taux court lorsque l'économie retournera en régime de plein emploi. Ceci suppose que les agents anticipent une perte de contrôle de la politique budgétaire: l'État sera incapable de réduire le déficit quand l'économie reviendra au plein emploi, de sorte que les autorités

7. Comme dans Creel et Sterdyniak (1995), nous distinguons dans le déficit public une composante conjoncturelle automatique, une composante conjoncturelle discrétionnaire et une composante autonome discrétionnaire. C'est cette dernière qui devrait être nommée « déficit structurel », même si l'OCDE et la Commission européenne désignent sous ce terme la somme des deux composantes discrétionnaires.



monétaires devront maintenir le taux d'intérêt réel à un niveau élevé. Mais peut-on faire cette hypothèse *a priori*?

L'effet de la dette publique sur le taux d'intérêt de long terme dépend du comportement des agents privés (ricardiens ou non) et de la situation conjoncturelle.

Si les agents privés sont ricardiens, la dette publique n'a pas d'impact sur les taux d'intérêt puisque le niveau de l'endettement public est compensé par celui de l'épargne privée. Le canal du taux d'intérêt est incompatible avec le canal de la consommation décrit plus haut. Un comportement non ricardien est nécessaire pour le premier, mais empêche le second.

Si les agents ne sont pas ricardiens, si la consommation des ménages est faible (car ceux-ci veulent accroître leur patrimoine) ou si les entreprises désirent se désendetter, l'État peut fournir la dette nécessaire pour permettre aux ménages d'atteindre un niveau de patrimoine net désiré. Dans ce cas, l'augmentation du ratio de dette publique sur PIB n'aura pas d'impact sur les taux d'intérêt de court et de long terme.

Si l'économie est au plein emploi et que les agents ne sont pas ricardiens, la hausse de l'endettement public est nuisible: elle accroît la demande et donc les pressions inflationnistes, ce qui provoque une hausse des taux de court et de long terme pour freiner la demande privée, ce qui nuit à l'investissement, donc à la croissance. Ceci suppose que la dette publique restera élevée en période de plein emploi, alors qu'empiriquement c'est l'inverse qui prévaut: un gouvernement endetté tend à profiter des périodes de forte demande pour réduire sa dette, ce qui tend à faire baisser le taux d'intérêt. De même, une politique de consolidation budgétaire (c'est-à-dire un engagement crédible du gouvernement à réduire le montant de la dette publique) se traduit théoriquement dans un monde en équilibre classique, où les agents sont non ricardiens, par une baisse du taux d'intérêt de long terme (Barry et Devereux, 2003).

Un argument de la NAK est que, si la dette publique atteint un niveau élevé, les agents perçoivent un risque de défaut, soit par faillite de l'État, soit par inflation. Ils demandent donc une prime de risque pour accepter de détenir des titres de long terme. Une politique de correction budgétaire entraîne une baisse de ce risque, ce qui se traduit par une diminution immédiate du taux long, qui est expansionniste. Mais, il existe deux contre-arguments: un niveau de dette élevé peut faire anticiper que l'État sera obligé de pratiquer une politique budgétaire restrictive, que la politique monétaire devra compenser par une baisse des taux d'intérêt de court terme. Dans les pays de l'Union européenne (UE), le risque d'une faillite de l'État est inexistant et celui d'une poussée inflationniste, induite par la volonté de réduire le poids de la dette est très faible, du fait de l'indépendance de la Banque centrale européenne (BCE).

Globalement, le canal du taux d'intérêt ne peut jouer que pour des hausses permanentes et non maîtrisées des déficits et dettes publics; non pour des hausses temporaires et maîtrisées, correspondant à une volonté de stabilisation macroéconomique.

## 2. Les travaux empiriques

Depuis l'article fondateur de Giavazzi et Pagano (1990), de nombreux articles ont étudié le lien entre la politique budgétaire et le niveau d'activité, pour mettre en évidence des effets anti-keynésiens. On trouvera une revue de littérature dans Hemming *et al.* (2002a) et une analyse récente appliquée à l'UE dans Giudice *et al.* (2003). Cinq approches sont utilisées: l'estimation de comportements spécifiques (consommation, investissement ou taux d'intérêt<sup>8</sup>); l'analyse statistique; des études de cas; des estimations de modèles VAR; des simulations de modèles macroéconomiques. Quelques études portent sur les États-Unis, la plupart sur les pays européens. Il semble plus difficile de faire apparaître des effets anti-keynésiens pour les États-Unis que pour l'Europe.

### 2.1. Les effets sur la consommation

Depuis le début des années 1990, plusieurs études empiriques ont conclu que des politiques budgétaires expansionnistes (restrictives) peuvent avoir des effets négatifs (positifs) sur la consommation des ménages. De tels effets anti-keynésiens sont ainsi mis en évidence par Giavazzi et Pagano (1990) au Danemark, mais pas en Irlande. De nombreux articles (comme Giavazzi et Pagano, 1996, et Perotti, 1999) mettent en évidence des effets différenciés des politiques budgétaires selon leur intensité ou la situation initiale des finances publiques. Cependant, plusieurs articles récents arrivent à des conclusions opposées (Hjelm, 2002, et Schclarek, 2003).

La base théorique de ces modèles est que les ménages Barro-Ricardiens — ceux qui n'ont pas de contrainte de liquidité et peuvent décider de leur niveau de consommation en effectuant une optimisation intertemporelle sur l'ensemble de leur vie (et celle de leurs descendants), en tenant compte de la contrainte intertemporelle des finances publiques — sont en nombre suffisamment important pour compenser l'effet des mesures de politique budgétaire sur les ménages contraints

8. Nous ne discuterons pas ici de façon détaillée de l'impact de la politique budgétaire sur le taux d'intérêt dans la mesure où, d'une part, il ne s'agit pas d'un effet spécifiquement anti-keynésien et où, d'autre part, cela fait l'objet d'un article compagnon de Ducoudré (2005).

financièrement. Le point délicat est que ces ménages doivent anticiper leurs revenus futurs, les dépenses publiques et les impôts. Cette anticipation se fait-elle de manière mécanique ou de manière rationnelle?

Au niveau macroéconomique, les effets non keynésiens apparaissent si les dépenses publiques ont un effet suffisamment dépressif sur la consommation (avec un coefficient supérieur à 1, pour que l'effet global soit anti-keynésien) tandis que les transferts aux ménages doivent avoir un effet nul (ou même négatif) et les impôts un effet nul.

La plupart des études (dont Giavazzi et Pagano, 1996) estiment une fonction de consommation dont le long terme s'écrit :

$$\log(c) = \alpha \log(y) + \beta \log(g) + \gamma \log(\text{transferts}) + \delta \log(\text{taxes})$$

où  $y$  représente le PIB,  $g$  les dépenses publiques.

Cette spécification logarithmique n'est pas satisfaisante parce qu'elle ne permet pas d'évaluer directement les effets sur la consommation d'un euro de modification de la dépense publique, des impôts ou des transferts. Les coefficients peuvent différer entre les pays uniquement parce que la consommation publique, les impôts et les transferts n'ont pas le même poids relativement à la consommation privée, alors que les estimations en panel imposent un même coefficient. La consommation est influencée par de nombreuses variables (inflation, effet richesse, distribution des revenus, chômage, libéralisation financière), alors que les études en panel ont tendance à privilégier les variables budgétaires. Il est plus approprié d'estimer des fonctions de consommation spécifiques par pays plutôt que des estimations en panel puisque la première méthode permet des spécifications plus riches et la prise en compte des chocs spécifiques. Par exemple, une élévation des prix des obligations à la suite d'une forte baisse de l'inflation et des taux d'intérêt nominaux élève la richesse des ménages et peut favoriser la consommation. Les études en panel telles que celles de Giavazzi et Pagano (1990, 1996), et celles portant sur plusieurs pays telles que celles de Cour *et al.* (1996) n'évaluent pas de tels effets de richesse, en raison de problèmes de disponibilité de données. Par conséquent elles peuvent décrire comme non keynésiens, des effets qui disparaîtraient en estimant une fonction de consommation plus riche. Les régressions en panel comportant peu de variables doivent donc être interprétées avec prudence (comme le souligne Kamps, 2001). Par exemple, Creel (1998a) met en évidence l'importance de la libéralisation financière dans le comportement des ménages au Danemark et en Irlande, alors que cette variable est rarement prise en compte dans les études en panel.

Certains articles évaluent si les coefficients varient selon la situation des finances publiques ou l'orientation de la politique budgétaire. Ainsi, Giavazzi et Pagano (1996) discriminent les valeurs des coefficients en périodes normales et en périodes de fortes variations de la politique

budgétaire <sup>9</sup> (tableau 1). L'estimation porte sur 19 pays de l'OCDE, en données annuelles, de 1970 à 1992. Les résultats sont mitigés. Les comportements apparaissent keynésiens en période normale et plutôt anti-keynésiens en période de fort ajustement. Dans une période d'ajustement budgétaire durable et important, les hausses de dépenses publiques et de transferts auraient un effet négatif; les hausses d'impôts un impact positif. Cependant, les coefficients sont trop faibles pour que l'ajustement budgétaire ait globalement un effet positif. De plus, il est difficile de comprendre ce qu'est le long terme dans cette spécification, dans la mesure où les ajustements sont temporaires par définition. De même, on ne comprend pas pourquoi les dépenses et les impôts figurent tous les deux dans l'équation de long terme: la contrainte budgétaire de long terme n'est-elle pas respectée?

### 1. Impacts sur la consommation

		Périodes normales	Périodes d'ajustement budgétaire
Dépenses publiques	Variation	0,18 (2,2)	- 0,19 (2,5)
	Niveau	0,02 (1,2)	- 0,02 (0,7)
Transferts	Variation	- 0,04 (0,8)	- 0,10 (2,6)
	Niveau	0,02 (1,3)	- 0,07 (4,0)
Impôts	Variation	- 0,04 (0,5)	0,02 (0,5)
	Niveau	- 0,07 (2,9)	0,05 (1,9)

Note : Les T de Student sont donnés entre parenthèses.  
Source : Giavazzi et Pagano (1996).

Van Aarle et Garretsen (2003) reprennent la démarche de Giavazzi et Pagano (1996), qu'ils testent sur les pays de l'UE pendant la période de transition à la troisième phase de l'Union monétaire (1990-1998) et sur l'ensemble de la période 1970-2000. Leur approche est particulièrement intéressante car les critères de convergence de Maastricht ont entraîné de forts ajustements budgétaires dans un certain nombre de pays européens. Ainsi, si des effets non keynésiens pouvaient être trouvés, on ne pourrait pas reprocher aux critères de Maastricht d'avoir pesé sur la croissance de l'UE <sup>10</sup>. Ils utilisent plusieurs approches pour définir les périodes spécifiques où des effets non keynésiens pourraient survenir: les périodes de forts changements de la politique budgétaire, celles où la dette publique est insoutenable, celles où les critères de Maastricht ne sont pas vérifiés, etc. Les meilleurs résultats sont obtenus par l'indicateur d'ajustement budgétaire (tableau 2).

9. Le solde structurel primaire doit avoir varié de 3 points de PIB en une année, ou de 3 points en deux années consécutives, ou de 4 points en trois années, ou encore de 5 points en quatre années.

10. Les auteurs incluent tous les pays de l'UE-14 (i.e. hors Luxembourg) dans leur panel, donc le Royaume-Uni, le Danemark et la Suède qui n'étaient pas candidats à adopter dès 1999 la monnaie unique.

Cependant, les écarts avec les périodes normales sont faibles. Les modifications de transferts et d'impôts conservent des effets keynésiens. De plus, la période de régression est courte, et particulièrement la période pré-UEM-III (9 ans seulement), ce qui impose d'être prudent dans l'interprétation des résultats.

## 2. Impacts sur la consommation

		Périodes normales	Périodes d'ajustement budgétaire
Dépenses publiques	Variation	0,03 (0,6)	- 0,01 (0,1)
	Niveau	- 0,05 (2,6)	- 0,05 (2,3)
Transferts	Variation	0,11 (2,2)	0,11 (1,8)
	Niveau	0,07 (2,9)	0,02 (0,7)
Impôts	Variation	- 0,003 (0,1)	- 0,07 (1,9)
	Niveau	- 0,02 (1,1)	0,02 (0,7)

Note : Les T de Student sont donnés entre parenthèses.

Source : Van Aarle et Garretsen (2003).

La plupart des auteurs estiment des modèles à correction d'erreurs. Cette spécification revient à faire l'hypothèse que les anticipations sont adaptatives. Les effets non keynésiens supposent que les ménages font des anticipations rationnelles de revenu futur, mais cette hypothèse n'est jamais testée. Théoriquement, l'impact d'une hausse permanente de dépenses publiques devrait être supérieur à - 1 (en valeur absolue) alors que l'impact d'une hausse transitoire devrait être faible. De même, la situation économique n'est pas prise en compte. Perotti (1999) construit des innovations de politique budgétaire et des variations anticipées de revenu disponible. Cependant, il utilise des modèles VAR, qui n'intègrent pas d'anticipations rationnelles pour prévoir la politique budgétaire future. Il obtient des effets négatifs des innovations de consommation publique sur la consommation des ménages dans les situations de difficultés des finances publiques<sup>11</sup>. L'impact pour les ménages sans contrainte de liquidité serait supérieur à - 1 (de - 1,05 à - 1,14). Cependant, le multiplicateur global (sur les ménages contraints et non contraints) n'est jamais assez fort (en valeur absolue) pour provoquer des contractions budgétaires expansionnistes par le seul canal de la consommation. Une hausse de 1 des dépenses publiques provoquerait une hausse de 1,1 de la consommation en période normale, une baisse de 0,5 en période de difficultés financières. Une baisse de 1 des impôts provoquerait une hausse de 0,32 de la consommation en période normale, une baisse de 0,16 en période de difficultés financières.

11. Celles-ci sont définies: soit comme des périodes où la dette publique et le cumul des déficits publics futurs anticipés dépassent une certaine limite, soit comme les périodes où le solde structurel dépasse une certaine limite.

Une autre façon d'analyser les effets non keynésiens des politiques budgétaires est d'estimer des équations nationales de taux d'épargne. Giavazzi *et al.* (2000) comparent la réaction des taux d'épargne nationaux dans des périodes normales et dans des périodes spécifiques. Il apparaît que les comportements ne sont pas modifiés en situation de dette importante ou lorsque la dette augmente de façon importante. Les ruptures interviendraient dans les périodes de consolidation budgétaire. L'impact d'une hausse de 1 des dépenses publiques sur le taux d'épargne national serait en situation normale de  $-0,9$  à court terme (de  $-2,4$  à long terme); en situation de consolidation budgétaire de  $-0,6$  (de  $-1,34$  à long terme). De même, l'impact d'une hausse de 1 en période normale des impôts serait de  $0,44$  ( $1,12$  à long terme); de  $0,03$  ( $0,08$  à long terme) en période de consolidation budgétaire. Il est difficile de tirer des conclusions d'une analyse en terme d'épargne nationale car aucune différence ne peut être faite entre les comportements des ménages et ceux des entreprises. L'étude montre que les agents privés ne sont pas ricardiens en période normale ou en période d'expansion budgétaire, mais qu'ils tendent à le devenir un peu plus en période de consolidation budgétaire.

Hjelm (2002) analyse les impacts des contractions (expansions) budgétaires sur la consommation privée, pour voir si les cas danois et irlandais (Giavazzi et Pagano, 1990) peuvent être généralisés. L'auteur estime une fonction de consommation basée sur un panel de 19 pays de l'OCDE (1970-1997). Les contractions budgétaires sont définies comme chez Giavazzi et Pagano (1996). Hjelm trouve que les contractions budgétaires génèrent des anticipations défavorables sur l'évolution du revenu futur, tandis que des expansions n'ont aucun effet restrictif sur la consommation (et parfois un effet positif). Toutes choses égales par ailleurs, la croissance de la consommation est plus faible dans les périodes de contraction budgétaire, en contradiction avec Giavazzi et Pagano. Hjelm estime la part des consommateurs contraints financièrement, en utilisant l'approche de Campbell et de Mankiw (1990)<sup>12</sup>, part qui s'avère étonnamment basse: entre  $0,1$  et  $0,14$ , ce qui devrait induire des effets non keynésiens. Mais, selon ses résultats économétriques, les ménages non contraints financièrement n'anticipent pas la contrainte budgétaire de l'État. Hjelm trouve que les mouvements de taux de change jouent un rôle important dans les anticipations des consommateurs, ce qui expliquerait les épisodes danois et irlandais<sup>13</sup>.

Au total, les études empiriques ne réussissent guère à intégrer de façon satisfaisante la contrainte budgétaire intertemporelle de l'État et

12 . Cette méthode consiste à estimer  $\Delta c_t = \lambda(\alpha \Delta y_t + (1-\alpha)\Delta y_{t-1}) + \mu + \varepsilon_t$  et à utiliser  $\lambda$  comme part des ménages contraints financièrement.

13 . Trois autres travaux récents (Afonso, 2001, Kamps, 2001, et Schclarek, 2003) ne retrouvent pas non plus les effets non keynésiens de la politique budgétaire en période de consolidation budgétaire.

la situation conjoncturelle de l'économie dans le comportement de consommation. Certains épisodes spécifiques sont mis en évidence, mais il est difficile de discriminer entre des effets anti-keynésiens et l'effet de chocs macroéconomiques, comme la libéralisation financière ou des changements de parité monétaire.

## 2.2. L'impact de la politique budgétaire sur l'investissement

Le canal de l'investissement a les bases théoriques les plus faibles. Mais c'est l'évolution de l'investissement plutôt que de la consommation qui semble caractériser empiriquement les épisodes anti-keynésiens.

Giavazzi et Pagano (1990) estiment un modèle simple d'investissement pour le Danemark de 1971 à 1988. L'investissement est expliqué par sa valeur retardée, le PIB (avec deux retards) et le coût du capital. Des prévisions dynamiques sur la période 1985-1986 sous-estiment de manière significative l'investissement, ce qui amène les auteurs à fournir deux explications. Soit, les décisions d'investissement reflètent une augmentation de la rentabilité induite par les anticipations de futures baisses d'impôts. Soit, les entrées de capitaux se sont fortement accrues en raison de la décision de fixer le taux de change et de supprimer les contrôles des mouvements de capitaux. Giavazzi et Pagano (1996) estiment d'une façon semblable un modèle d'investissement pour la Suède et constatent que les simulations dynamiques sous-estiment l'investissement de 1991 à 1994. Cependant, ils détectent une rupture structurelle dans la fonction d'investissement en 1990 et, quand ils incluent une évaluation du «  $q$  » moyen de Tobin, les erreurs de prévision sont sensiblement réduites.

Aucune estimation de fonction d'investissement n'incorpore, à notre connaissance, directement des variables représentant les finances publiques ou leurs évolutions anticipées. Alesina et Perotti (1995) passent par des canaux indirects. D'abord, ils montrent que l'investissement dépend fortement des profits des entreprises; puis, que la contraction budgétaire augmente la part des profits dans la valeur ajoutée en diminuant celles des salaires, soit parce qu'elle augmente le taux du chômage, soit parce qu'elle amène les salariés à anticiper une baisse de la taxation du travail, et donc à accepter des salaires bruts plus faibles. Les auteurs en déduisent que la contraction budgétaire devrait avoir de forts effets positifs sur l'investissement des entreprises.

Les canaux de transmission envisagés nous semblent contestables: si les contractions budgétaires étaient expansionnistes, elles devraient réduire le taux de chômage et faire augmenter les salaires. Si les baisses de dépenses publiques réduisent le revenu des travailleurs (par exemple en diminuant les prestations sociales), elles ne doivent pas inciter ceux-ci à accepter des salaires plus bas.

L'essor de l'investissement pourrait avoir d'autres explications. Par exemple, des pays en situation budgétaire difficile pourraient mettre en place des politiques de consolidation budgétaire en période de baisse des taux d'intérêt, de dépréciation de taux de change ou de réformes structurelles, qui augmentent les anticipations de production des entreprises. Ainsi, les périodes d'expansion de l'investissement peuvent-elles coïncider avec des consolidations budgétaires.

### 2.3. L'impact de la politique budgétaire sur les taux d'intérêt

#### *Les taux d'intérêt de court terme*

Selon la règle dite de Taylor, les autorités monétaires ne prennent pas explicitement en compte le comportement des autorités budgétaires ou la situation des finances publiques. Il n'existe pas, à notre connaissance, de travaux empiriques montrant un lien entre le taux d'intérêt de court terme et la dette ou le déficit publics, que ce soit par l'estimation de formes réduites d'équations de taux d'intérêt ou, plus récemment, d'équations de Taylor. Ni l'idée selon laquelle un fort niveau de dette obligerait la Banque centrale à pratiquer un bas taux d'intérêt pour éviter que la dette publique devienne insoutenable, ni celle selon laquelle la Banque centrale pratiquerait un taux d'intérêt élevé pour contraindre les autorités budgétaires à réduire leur déficit n'apparaît dans les études empiriques.

#### *Les taux d'intérêt de long terme*

La mesure des effets de la dette et du déficit publics sur les taux d'intérêt de long terme s'effectue généralement par l'estimation d'une forme réduite d'une équation de taux d'intérêt. Soit, celle-ci explique le taux d'intérêt réel de long terme en fonction du taux d'inflation, de diverses variables réelles (taux de croissance, rentabilité du capital,...) et des variables de finances publiques. Soit, elle explique le taux long en fonction du taux court, des variables réelles et des variables de finances publiques. Deux cadres théoriques sont évoqués : soit la théorie des anticipations à partir d'une explication de la formation des taux courts reposant sur une relation de Taylor; soit la théorie des fonds prêtables. Dans le premier cas, le point délicat est qu'il faut faire le lien entre la politique budgétaire à la date  $T$  et les déséquilibres sur le marché des biens des années  $T$  à  $T+10$ . Celui-ci dépend à la fois de la conduite de la politique budgétaire (le déficit est-il transitoire, persistant? Stabilisateur ou autonome? Les autorités ont-elles un objectif de production, de dette publique?) et de la situation *ex ante* sur le marché des biens. Selon la théorie des fonds prêtables, une hausse du déficit ou de la dette publique entraîne une hausse de la demande de fonds prêtables à offre de fonds constante, ce qui fait monter le taux d'intérêt, mais il faudrait alors analyser précisément la demande de



fonds émanant des entreprises et l'offre des ménages. Cette théorie suppose généralement que l'économie est au plein emploi (voir, par exemple, Tanzi et Chalk, 2000).

Un déficit public élevé peut apparaître en période de récession; il s'accompagne alors d'un faible taux d'intérêt de court terme et d'un taux d'intérêt de long terme relativement élevé par rapport au taux court, mais faible dans l'absolu. Au contraire, ce déficit peut caractériser une période de politique budgétaire trop expansionniste et s'accompagner de taux d'intérêt élevés. Aussi n'est-il guère étonnant que la littérature empirique fournisse des résultats contrastés.

Parmi les études<sup>14</sup> qui trouvent un lien positif entre taux d'intérêt de long terme et déficit public, on peut citer Hoelscher (1986), Correia-Nunes et Stemitsiotis (1995), Miller et Russek (1996) et Cebula (2000). Parmi ceux qui ne mettent pas ce lien en évidence, citons Evans (1985, 1987), Mehra (1992), Breedon *et al.* (1999), Caporale et Williams (2002). Ces travaux se caractérisent par une grande diversité des résultats. L'effet du déficit public sur le taux de long terme américain est tantôt négatif (Evans, 1985; Caporale et Williams, 2002), tantôt nul (Mehra, 1992), tantôt positif (Correia-Nunes et Stemitsiotis, 1995; Ford et Laxton, 1999).

Tanzi et Chalk (2000) calculent les corrélations entre le stock de dette publique et les taux d'intérêt réels pour 12 pays de l'UE<sup>15</sup>. Pour la période 1970-1998, ils estiment qu'une hausse de 10 points du ratio dette publique/PIB est corrélée à une hausse de 0,6 point du taux d'intérêt. Cependant, sur la période 1980-1998, la hausse du taux réel n'est que de 0,1 point. Pays par pays, la corrélation n'est statistiquement positive que dans quatre cas. Notons que le taux d'intérêt réel a fortement diminué de 1998 à 2004 alors que le déficit structurel et la dette publique nette restaient à des niveaux élevés. L'observation du taux long réel, de la dette publique et du solde structurel primaire montre que l'on ne peut expliquer le niveau du premier par le niveau des deux derniers (graphiques). Ainsi, la hausse des taux d'intérêt réels précède de deux ans en 1980 celle de la dette publique aux États-Unis. En Allemagne et au Japon, la dette publique brute augmente presque continuellement depuis 1970, tandis que les taux longs réels sont relativement stables. Au Royaume-Uni, la dette publique a baissé de 6 points de PIB entre 1980 et 2002, tandis que le taux long réel augmentait de 3 points.

14. Brook (2003), Commission européenne (2004) et Laubach (2004) présentent des revues de la littérature.

15. Voir Commission européenne (2004) pour une revue de littérature sur les estimations de la prime de risque sur la dette publique contenue dans les taux d'intérêt.

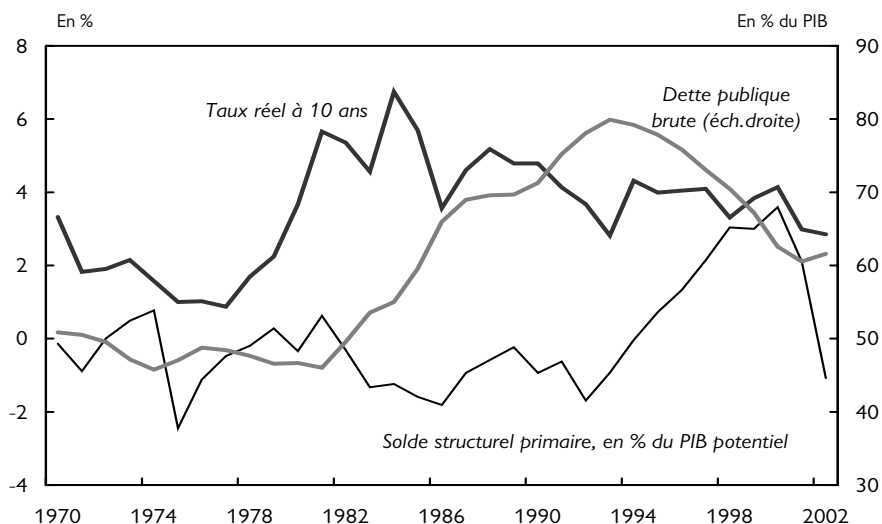
La Commission européenne (2004) présente une série de régressions portant sur l'ensemble des pays de la zone euro sur la période 1990-2003 : le solde public influencerait négativement l'écart entre le taux long et le taux court. Toutefois, la variable est à la limite de la significativité quand l'écart de production est introduit dans l'équation (or, la mesure de l'écart de production par la Commission est contestable; une mesure plus pertinente aurait pu être testée); la variable la plus significative est une variable muette représentant l'entrée dans la phase II de l'Union économique et monétaire (UEM) (elle vaut 1 depuis 1994); surtout, on voit mal comment les situations nationales pourraient influencer, depuis 1997, l'écart entre le taux long et le taux court dans chaque pays (alors que celui-ci est pratiquement le même pour tous les pays de la zone).

Ces études ont souvent le défaut de ne pas distinguer entre solde courant et structurel. Que le taux d'intérêt long soit supérieur au taux court quand la conjoncture est mauvaise (et donc le solde public déficitaire) ne nous apprend rien. Lorsque le niveau du déficit structurel est élevé pour soutenir la demande, il n'a pas d'impact sur le taux de long terme si les agents anticipent que ce déficit sera corrigé une fois l'économie revenue au plein emploi<sup>16</sup>. Les études n'intègrent généralement pas la situation conjoncturelle (et en particulier la dette des agents privés). Enfin, on peut craindre qu'elles ne fassent que mettre en évidence la corrélation inverse: la forte hausse des taux réels après 1980 a obligé beaucoup de pays à s'engager dans des politiques budgétaires de soutien. La dette publique a fait boule de neige en raison de la hausse des taux d'intérêt.

À titre illustratif, Ducoudré (2005) estime des équations de taux d'intérêt de long terme pour les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Allemagne et le Japon. Les équations estimant le taux d'intérêt réel de long terme (tableau 3) ne montrent une corrélation négative entre taux d'intérêt réels à long terme et soldes structurels primaires que pour le Royaume-Uni. La dette publique n'a un effet significatif qu'aux États-Unis. Les équations estimant la relation entre le taux long et le taux court (tableau 4) ne montrent guère d'effet des variables de finances publiques. Il y a peu de preuves empiriques que la dette publique et les déficits ont un effet significatif sur des taux d'intérêt, conformément à la thèse selon laquelle si certains déficits publics sont excessifs, la majorité ne l'est pas.

16. Les estimations de fonctions de réaction budgétaire montrent que les autorités budgétaires ont tendance à corriger les déficits élevés (Creel et al., 2002).

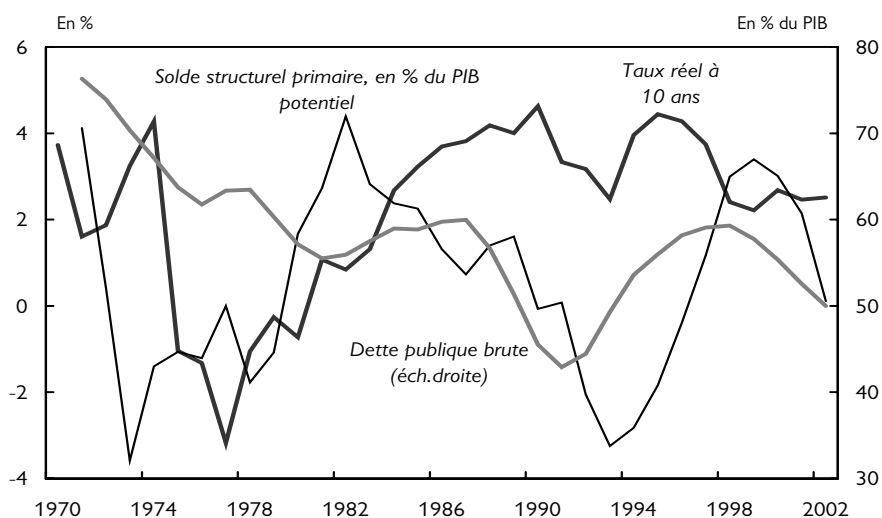
1a. Évolution des taux d'intérêt de long terme et des finances publiques aux États-Unis



Notes : Taux réel à 10 ans : taux d'intérêt sur obligations du Trésor à 10 ans auquel on soustrait l'inflation anticipée, calculée à partir du prix du PIB, selon un processus adaptatif :  $\pi_t^a = 0,7\pi_{t-1}^a + 0,3\pi_t$ . Dette publique brute : somme des stocks de dette de l'administration centrale, des États et des administrations locales, en % du PIB nominal (source : *Flow of Funds*).

Sources : Réserve fédérale, *Perspectives économiques de l'OCDE*, calculs des auteurs.

1b. Évolution des taux d'intérêt de long terme et des finances publiques au Royaume-Uni

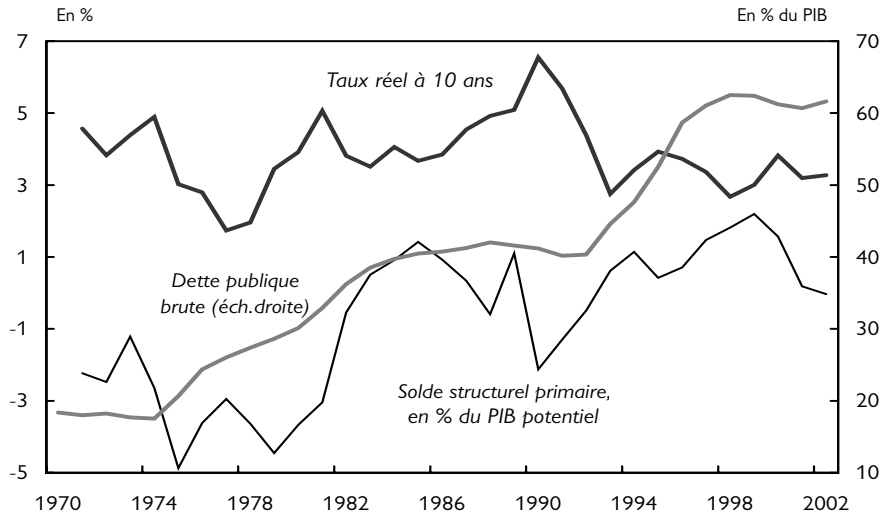


Notes : Taux réel à 10 ans : taux d'intérêt sur obligations du Trésor à 10 ans auquel on soustrait l'inflation anticipée, calculée à partir de l'indice des prix de détail (série RPI chaînée en 1992 à la série RPIX), selon un processus adaptatif :  $\pi_t^a = 0,7\pi_{t-1}^a + 0,3\pi_t$ .

Dette publique brute : en % du PIB nominal (source : *UK Economic Accounts*).

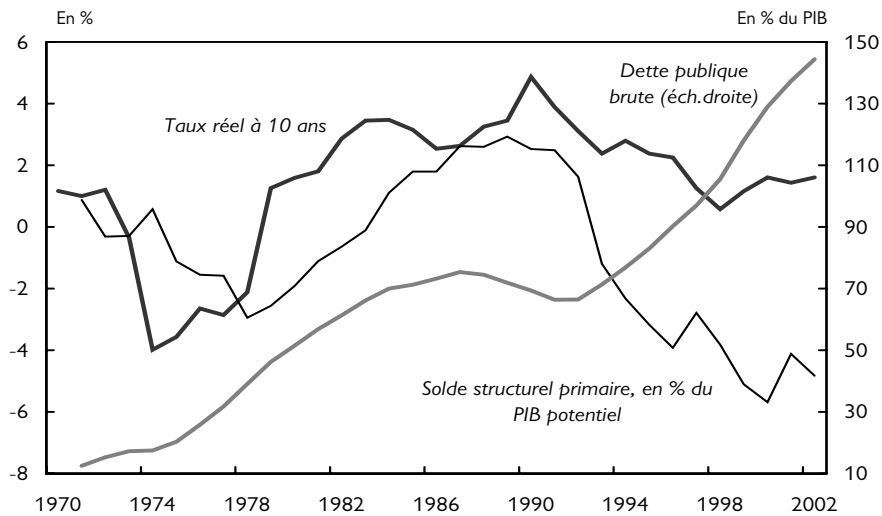
Sources : Banque d'Angleterre, Office for National Statistics, *Perspectives économiques de l'OCDE*, calculs des auteurs.

## 1c. Évolution des taux d'intérêt de long terme et des finances publiques en Allemagne



Notes : Taux réel à 10 ans : taux d'intérêt sur obligations fédérales à 10 ans auquel on soustrait l'inflation anticipée, calculée à partir de l'indice des prix à la consommation, selon un processus adaptatif :  $\pi_t^a = 0,7\pi_{t-1}^a + 0,3\pi_t$ .  
Sources : Bundesbank, Perspectives économiques de l'OCDE, Datastream, calculs des auteurs.

## 1d. Évolution des taux d'intérêt de long terme et des finances publiques au Japon



Notes : Taux réel à 10 ans : taux d'intérêt sur obligations à 10 ans auquel on soustrait l'inflation anticipée, calculée à partir de l'indice des prix à la consommation, selon un processus adaptatif :  $\pi_t^a = 0,7\pi_{t-1}^a + 0,3\pi_t$ .  
Sources : Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecom, Perspectives économiques de l'OCDE, Datastream, calculs des auteurs.

3. Équations de taux d'intérêt réels sur obligations publiques à 10 ans

Période	Etats-Unis 1965-2002	Royaume-Uni 1980-2002	Japon 1980-2002	Allemagne 1971-1998
$\alpha$	3,45 (16,71)	2,89 (18,53)	2,50 (19,84)	3,91 (22,22)
$\mu$	-0,16 (-1,74)	0,16 (2,54)	0,15 (1,70)	0,23 (2,44)
$\gamma_1$	0,09 (0,58)	-0,22 (-2,20)	0,21 (3,00)	0,17 (1,22)
$\gamma_2$	0,05 (2,63)	0,04 (1,21)	0,00 (0,37)	0,01 (0,44)
$\phi$		0,27 (3,06)	0,21 (1,69)	0,20 (2,40)
$\bar{R}^2$	0,17	0,68	0,65	0,23
DW	0,70	0,86	1,21	0,75

Notes : Les équations estimées sont de la forme :  $rl = \alpha + \mu(y - \bar{y}) + \gamma_{SSP} + \gamma_B + \phi r^*$  où  $rl$  est le taux d'intérêt réel sur les obligations publiques à 10 ans, l'inflation anticipée suivant un processus de type adaptatif :  $\pi_t^e = 0,7\pi_{t-1}^e + 0,3\pi_t$ . L'écart de production  $(y - \bar{y})$  est l'écart du PIB à son niveau potentiel calculé par l'OCDE;  $SSP$  est le solde public primaire corrigé des variations cycliques;  $B$  est la dette publique brute en % du PIB;  $r^*$  est un taux d'intérêt réel étranger : taux à 10 ans des États-Unis pour l'Allemagne et le Japon, taux allemand pour le Royaume-Uni. Les T de Student sont donnés entre parenthèses.  
Source : Ducoudré (2005).

4. Équations de taux d'intérêt nominaux publics à 10 ans

Période	Etats-Unis 1980-2002	Royaume-Uni 1980-2002	Japon 1980-2002	Allemagne 1971-1998
$\alpha$	1,57 (1,78)	0,40 (0,45)	-1,15 (-1,22)	0,16 (0,13)
$\mu$	1,07 (7,69)	1,01 (10,32)	0,76 (2,37)	1,12 (6,15)
$\gamma_1$	0,04 (0,26)	0,08 (0,57)	-0,08 (-0,96)	-0,20 (-1,92)
$\gamma_2$	-0,03 (-1,37)	-0,05 (-0,80)	-0,01 (-0,37)	-0,02 (-1,16)
$\phi$			0,28 (2,16)	
$\bar{R}^2$	0,90	0,83	0,93	0,75
DW	1,79	0,64	0,86	1,02

Notes : Les équations estimées sont de la forme :  $il = \alpha + \beta \bar{i}_{cs} + \gamma_{SSP} + \gamma_B + \phi il^*$ , où  $\bar{i}_{cs}$  est le taux court réel moyen anticipé calculé aux États-Unis et au Royaume-Uni par un filtre HP, au Japon et en Allemagne par un lissage exponentiel.  $SSP$  est le solde public primaire corrigé des variations cycliques;  $B$  est la dette publique brute en % du PIB;  $il^*$  est le taux long nominal américain dans l'équation japonaise. Les T de Student sont donnés entre parenthèses.  
Source : Ducoudré (2005).

## 2.4. Les cas de consolidations budgétaires expansionnistes selon les études statistiques

Depuis le milieu des années 1990, une abondante littérature empirique a analysé les épisodes de forts ajustements budgétaires en utilisant des outils statistiques, pour déterminer si, durant ces épisodes, les effets de la politique budgétaire furent keynésiens ou anti-keynésiens (Alesina et Perotti, 1995, Cour *et al.*, 1996, OCDE, 1996, McDermott et Wescott, 1996, Alesina *et al.*, 1998, Alesina et Ardagna, 1998, Giudice *et al.*, 2003). Cette littérature analyse les ajustements budgétaires de 1970 jusqu'au milieu, ou à la fin, des années 1990 dans les économies de l'OCDE, ce qui correspond à la période d'augmentation des déficits et des dettes publics depuis le premier choc pétrolier.

Les études statistiques étudient les épisodes de forts ajustements budgétaires en cherchant à mettre en évidence des non linéarités. Un épisode typique de consolidation budgétaire anti-keynésienne est celui où un pays, en dépit d'une politique budgétaire restrictive, voit sa croissance accélérer (relativement à la période précédente ou à des pays similaires), ceci ne pouvant être expliqué par d'autres facteurs (tels que dépréciation du taux de change, politique monétaire expansionniste, libéralisation financière, forte hausse des prix des actifs financiers). L'accélération de croissance découlerait alors des anticipations des agents privés sur l'évolution future des finances publiques.

### *L'étude des consolidations budgétaires*

Les premières études analysent les effets réels *ex post* des ajustements budgétaires (Alesina et Perotti, 1995 ; OCDE, 1996 ; McDermott et Wescott, 1996 ; Alesina *et al.*, 1998 ; Zaghini, 1999). Les auteurs recherchent des épisodes de fort ajustement budgétaire (généralement mesurés par la variation d'un indicateur du type solde public primaire corrigé des variations cycliques (SSP), en % du PIB potentiel, voir encadré) et essaient de caractériser ceux ayant permis une baisse durable du ratio dette publique/PIB ou du SSP, ces derniers pouvant correspondre à des épisodes anti-keynésiens. Alesina et Perotti (1995) trouvent ainsi 68 épisodes de forts ajustements budgétaires<sup>17</sup>, dont 14 sont considérés comme réussis (l'encadré donne la définition des épisodes réussis).

Les consolidations budgétaires importantes sont généralement entreprises en période de forte croissance et ont en moyenne des effets

17. Les critères de sélection des épisodes d'ajustements budgétaires importants varient d'une étude à l'autre, notamment en ce qui concerne les seuils de variation du SSP et la durée de la période d'ajustement. Ainsi, Cour *et al.* (1996) choisissent un critère de longue durée relativement à Alesina et Perotti (1995), ce qui les conduit à retenir des épisodes différents. L'OCDE (1996) considère l'amélioration du seul solde structurel. En ce sens, les épisodes d'ajustements budgétaires importants ne sont pas robustes au critère choisi.

keynésiens. Elles entraînent en moyenne une hausse du chômage l'année considérée et un ralentissement de la croissance les deux années suivantes (Alesina et Perotti, 1995, McDermott et Wescott, 1996), mais ces effets ne sont pas uniformes (OCDE, 1996). La politique monétaire s'assouplit dans presque la moitié des épisodes considérés par l'OCDE (1996), une désinflation intervient dans trois quarts des cas, l'épargne nationale augmente et le solde de la balance courante s'améliore généralement.

Les ajustements budgétaires réussis aboutissent à une diminution durable du ratio dette publique/PIB, mais s'accompagnent aussi en moyenne d'une évolution inattendue de certains indicateurs macro-économiques: accélération de la croissance, baisse du chômage, hausse de la part de l'investissement dans le PIB, baisse du coût unitaire du travail relativement aux autres pays (Alesina et Perotti, 1995, McDermott et Wescott, 1996, Alesina et al., 1998). Les effets anti-keynésiens de la politique budgétaire sont alors évoqués pour expliquer la concomitance d'une politique de consolidation budgétaire et d'une amélioration de l'activité économique. Cette proposition requiert une étude désagrégée pour ne retenir que les cas de forte impulsion budgétaire associés à une variation de la production de signe opposé à celui de la théorie keynésienne.

#### Les consolidations budgétaires expansionnistes : quelques définitions

##### **Consolidation budgétaire**

Alesina et Perotti (1995): « une consolidation budgétaire importante est supposée être intervenue une année donnée si le solde primaire corrigé des variations cycliques s'améliore de plus de 1,5 % du PIB ».

Cour et al. (1996): « une restriction de grande ampleur est une période d'amélioration continue du solde structurel primaire, incluant une sous-période d'au plus trois ans pendant laquelle la hausse du SSP a été d'au moins 3 points de PIB potentiel ».

Alesina et Ardagna (1998): « une période de consolidation budgétaire est une année ou le solde primaire corrigé des variations cycliques s'améliore d'au moins 2 points de PIB ou une période de deux années consécutives où il s'est amélioré d'au moins 1,5 point chaque année ».

OCDE (1996): « un effort d'assainissement budgétaire est jugé important s'il se traduit par une amélioration du solde financier structurel d'au moins trois points de PIB, réalisée sans interruption pendant plusieurs années consécutives ».

##### **Solde primaire corrigé des variations cycliques (SSP)**

L'impulsion budgétaire est généralement mesurée comme l'opposé des variations du ratio solde primaire corrigé des variations cycliques/PIB potentiel, tel qu'évalué par l'OCDE (ou la Commission européenne). Quelques études, comme Alesina et Perotti (1995), Alesina et al. (1998) ou Alesina et Ardagna

(1998) utilisent un solde primaire corrigé du cycle selon une méthode suggérée par Blanchard, qui définit comme changement discrétionnaire, « l'excédent primaire qui aurait été enregistré si le taux de chômage était resté à la même valeur que l'année précédente moins l'excédent primaire de l'année précédente », qu'ils trouvent « simple, transparent et direct » contrairement aux calculs de l'OCDE ou du FMI. Estimer la production potentielle et l'impact de l'écart de production sur le solde public soulève un certain nombre de difficultés méthodologiques. Mais la méthode de Blanchard est fortement contestable en raison du retard entre l'activité et l'emploi et des bruits entre l'emploi et le taux de chômage. Selon nous, elle conduit à sous-évaluer la partie cyclique du solde public. La méthode de la Commission, où l'écart de production est toujours faible (dans l'absolu et relativement à la méthode de l'OCDE) souffre du même biais: la production potentielle fluctue comme la production effective.

#### **Consolidation budgétaire réussie**

Alesina et Perotti (1995): « Une consolidation budgétaire est réussie une année donnée si, trois ans plus tard, le ratio dette brute/PIB a baissé d'au moins 5 points ».

Alesina et Ardagna (1998): « Une période de resserrement budgétaire est réussie si (1) durant les 3 années qui suivent, le ratio solde primaire corrigé des variations cycliques/PIB est en moyenne au moins 2 points au-dessus de sa valeur l'année du resserrement, ou (2) si 3 ans après le resserrement, le ratio dette/PIB est 5 points en dessous de sa valeur de l'année du resserrement ».

#### **Consolidation budgétaire expansionniste**

Cour et al. (1996): « Une période de resserrement budgétaire est expansionniste si le taux de croissance moyen du PIB en écart à celui du G7, corrigé de l'écart entre les taux de croissance potentielle, est positif sur l'ensemble de la période de consolidation ».

Alesina et Ardagna (1998): « Une période de resserrement budgétaire est expansionniste si le taux de croissance moyen du PIB, en écart à celui du G7, dans la période de resserrement et les 2 années qui suivent est supérieure à la valeur moyenne de cette variable sur l'ensemble des épisodes de resserrement budgétaire ».

Alesina et al. (2002): Un épisode est expansionniste si « la croissance moyenne du PIB de l'année de l'ajustement budgétaire et des deux années suivantes est supérieure à celle des deux années précédentes ».

### *L'identification des épisodes anti-keynésiens*

L'identification des épisodes anti-keynésiens consiste à croiser un critère de fort ajustement budgétaire avec un critère de croissance du PIB. Dans ce qui suit, on centrera l'analyse sur les cas de consolidations budgétaires expansionnistes<sup>18</sup>. Cour et al. (1996) trouvent

18. Cour et al. (1996) et Alesina et Ardagna (1998) étudient les contractions budgétaires expansionnistes et les expansions budgétaires manquées, ce dernier cas de figure étant délaissé par Giudice et al. (2003).



19 restrictions budgétaires de grande ampleur, dont 9 sont accompagnées d'une croissance du PIB du pays considéré supérieure à la moyenne du G7 (corrigée de l'écart des croissances tendanciennes sur la période 1971-1995, tableau 5). Alesina et Ardagna (1998) recensent 51 cas de forte consolidation budgétaire, dont 23 sont expansionnistes. En excluant des cas spécifiques et en groupant les périodes consécutives de consolidation, ils relèvent 7 épisodes de consolidation budgétaire expansionniste. Pour l'UE-14, Giudice *et al.* (2003) utilisent différents critères de taille et de persistance. Sur 49 épisodes de consolidation, 24 s'avèrent expansionnistes, selon les critères retenus par les auteurs.

#### 5. Les épisodes de consolidations budgétaires expansionnistes

	Cour <i>et al.</i> (1996) 17 pays de l'OCDE 1970-1995	Alesina et Ardagna (1998) 20 pays de l'OCDE 1960-1994	Giudice <i>et al.</i> (2003) 14 pays de l'UE 1970-2002
Australie	<b>1980-1982</b> , 1985-1988	1987	
Canada	<b>1979-1981</b>	1986-1987	
Japon	<b>1979-1987</b>		
Allemagne			1982
Belgique		1984-1985	1984, <b>1985</b>
Danemark	<b>1983-1986</b>	1983-1986	<b>1983, 1984</b>
Espagne			<b>1986</b>
Finlande			1993
Grèce			1982, <b>1987</b> , 1994, 1996
Irlande		1987-1989	1976, 1987, 1988
Italie	<b>1976-1977</b>		<b>1976, 1977, 1993</b>
Pays-Bas	1991-1993		1993
Portugal			<b>1986</b>
Royaume-Uni			<b>1997</b>
Suède	1986-1987, <b>1994-1995</b>	1986-1987	<b>1983</b> , 1987, 1995, 1998

Notes: Les définitions de Cour *et al.* (1996) et de Alesina et Ardagna (1998) sont données dans l'encadré. Le lecteur pourra se reporter au tableau 6 pour une définition des critères employés par Giudice *et al.* (2003). En **gras**: épisodes purs selon Cour *et al.* (1996) et Giudice *et al.* (2003).

Sources: Alesina et Ardagna (1998), Cour *et al.* (1996), Giudice *et al.* (2003).

Le critère de taille de Giudice *et al.* (repris d'Alesina et Ardagna, 1998) est strict, au moins par rapport aux critères de persistance. Il entraîne, par exemple, qu'aucun épisode de consolidation n'est trouvé pour la France au cours de la période étudiée. Cependant, le SSP français s'est amélioré, selon l'OCDE, de 2 points en 1996 et de 1 point en 1997. Pendant ce temps, le PIB a crû de 2,2 % en moyenne

de 1996 à 1998, contre 1,9 % de 1994 à 1995. Ceci peut être considéré comme un épisode de consolidation budgétaire expansionniste. Mais, selon la Commission européenne, le SSP ne s'est amélioré que de 1,6 point en 1996. La méthode comporte donc une large incertitude, tant quant aux critères qu'à la mesure du SSP, qui conduisent à sélectionner des épisodes différents.

6. Combien d'épisodes de consolidation expansionniste pure dans l'UE : 11 ou 8 ? (1)

	(1)	Taille de la consolidation (2), (3)	Croissance (4)	Taux d'intérêt réel de court terme (5)	Taux de change réel effectif	Croissance du PIB national/PIB de l'UE-15
				Variations moyennes, entre t-1 et t+1		
		Variation du SSP, % PIB potentiel	PIB, %	En points	En %	
Belgique	1985	3,5 en 1984 1,8 en 1985	0,5	-0,3	1,6	0,0
Danemark	1983	3,8	2,6	0,2	0,0	0,9
Danemark	1984	2,8	1,4	0,8	1,9	0,3
Grèce	1987	2,6	0,4	1,2	1,4	-0,5
Espagne	1986	2,2	2,6	3,0	0,0	1,8
Italie	<b>1976</b>	2,0	2,6	0,6	-3,7	0,1
Italie	<b>1977</b>	2,0 en 1976 1,5 en 1977	1,6	-0,1	0,4	0,6
Italie	<b>1993</b>	2,3 en 1992 1,8 en 1993	0,3	-2,1	-12,2	0,0
Portugal	1986	2,3	5,5	2,0	-1,6	4,8
Suède	1983	2,2	2,3	-0,4	-1,7	0,6
Royaume-Uni	1997	1,7 en 1997 2,1 en 1998	0,3	0,9	-0,5	-0,6

Notes : (1) Episodes « purs », selon la définition de référence de Giudice et al. (2003), i.e. associant le critère de taille défini en (2) et le critère de croissance défini en (4). En **gras**, cas douteux selon nous ; (2) Critère de taille : une année où le solde primaire corrigé des variations cycliques s'améliore d'au moins 2 points de PIB, ou deux années consécutives pendant lesquelles il s'améliore d'au moins 1,5 point chaque année (Alesina et Ardagna, 1998) ; (3) En *italiques*, en base des comptes nationaux précédente, lorsque les données sont non disponibles en SEC95 ; (4) Critère de croissance : la croissance moyenne du PIB de l'année de l'ajustement budgétaire et des deux années suivantes est supérieure à celle des deux années précédentes ; (5) En utilisant le déflateur du PIB.

Sources : Commission européenne, Base de données AMECO, printemps 2004, sauf pour (3) Base de données AMECO, automne 2002 ; calculs des auteurs.

Giudice *et al.* (2003) définissent aussi des cas *purs*, pour lesquels l'expansion de l'activité n'est pas favorisée par une baisse des taux d'intérêt réels entre l'année précédant l'ajustement et celle le suivant. 6 des 9 cas relevés par Cour *et al.* (1996) ne sont pas accompagnés d'un assouplissement des conditions monétaires<sup>19</sup> et peuvent donc être considérés comme des cas *purs* (en gras dans le tableau 5). Giudice *et al.* retiennent 11 cas *purs*. Le Danemark est pour ces auteurs toujours considéré comme un cas *pur*, tandis que l'inclusion de l'Irlande dépend des critères utilisés. De façon plus surprenante, le Royaume-Uni (1997), l'Espagne (1986), le Portugal (1986), la Belgique (1985), la Grèce (1987) et l'Italie (1976, 1977, 1993) apparaissent comme des cas *purs*<sup>20</sup> (tableau 6). Giudice *et al.* se refusent à étudier la variation des taux de change, en considérant que ceux-ci sont déjà pris en compte par les taux d'intérêt, ce qui n'est pas vrai empiriquement. Les épisodes « purs » italiens relevés par les auteurs nous semblent douteux, surtout celui de 1993, puisque l'amélioration des indicateurs budgétaires a coïncidé avec une baisse des taux d'intérêt réels comme du taux de change effectif réel. Cela illustre la difficulté à séparer l'effet de conditions monétaires expansionnistes de celui des politiques budgétaires restrictives.

#### *Le canal de transmission : consommation ou investissement ?*

Les études statistiques se concentrent davantage sur l'identification des épisodes de consolidation budgétaire que sur les canaux de transmission. Cependant, Cour *et al.* (1996) trouvent que l'effet de la consolidation budgétaire sur la consommation des ménages est plus grand que celui sur l'investissement dans 6 cas sur 9 l'année de la consolidation. Au contraire, Alesina et Ardagna (1998) comme Giudice *et al.* (2003) notent que, pendant ces épisodes, la consommation et l'investissement augmentent, mais ce dernier croît bien davantage en moyenne pendant et après l'année de la contraction budgétaire. Alesina et Ardagna (1998) trouvent que les consolidations expansionnistes sont caractérisées par une élévation des profits, de l'investissement et de la croissance, par une baisse des salaires et par un taux d'intérêt réel à long terme plus faible que dans la moyenne des pays du G7. Les résultats pour des expansions budgétaires ayant un impact négatif sur la croissance sont moins nets : l'investissement et la consommation baissent, le taux de change diminue plus pendant les épisodes de dépression, et aucune différence ne peut être remarquée sur les variables de marché du travail. Si les modèles théoriques mettent en avant le canal de la consommation, les preuves empiriques favorisent celui de l'investissement.

19. Cour *et al.* (1996) utilisent un indice associant le taux d'intérêt de court terme et le taux de change réel.

20. Cour *et al.* (1996) ne retiennent pas la Grèce et le Portugal dans leur échantillon, du fait de la forte variabilité des SSP dans ces deux pays. Alesina et Ardagna (1998) écartent le Portugal pour les mêmes raisons ainsi que l'Espagne (1986), en indiquant que l'amélioration des finances publiques y est due à une forte croissance.

*Pourquoi une consolidation budgétaire peut-elle être expansionniste ?*

Pourquoi certains ajustements budgétaires auraient des effets anti-keynésiens et d'autres non ? Trois points de vue se rencontrent dans la littérature : la taille de l'ajustement, sa composition, la situation initiale des finances publiques. Selon Alesina et Perotti (1995), les ajustements qui réussissent sont ceux qui comportent une forte baisse des transferts aux ménages et des salaires des administrations, ceux qui échouent sont ceux qui reposent sur la hausse des impôts ou la baisse de l'investissement. Ceci peut être rationalisé en supposant que les premiers sont plus facilement jugés irréversibles, qu'ils amènent à anticiper une baisse des effets désincitatifs tandis que les seconds sont temporaires et amènent à anticiper plus d'effets désincitatifs et moins d'effets d'entraînement. Toutefois, l'utilité de ces transferts ou de ces emplois publics n'est pas posée. De plus, il n'est pas certain que la méthode de Blanchard permette de bien faire la part entre les politiques délibérément expansionnistes et la hausse de la part des dépenses publiques dues à la chute de l'activité. Les auteurs ne discutent pas de la situation macroéconomique des pays au moment où ils entreprennent telle ou telle politique budgétaire. Une politique budgétaire expansionniste peut être une politique de soutien en période de chute de l'activité (13 pays sur 19 sont ainsi supposés pratiquer une politique expansionniste en 1975)<sup>21</sup>.

Alesina et Ardagna (1998) estiment la probabilité d'observer des effets expansionnistes des consolidations budgétaires selon la taille de l'ajustement et sa composition. Seule la composition importerait : la probabilité serait plus forte quand les gouvernements réduisent les dépenses publiques, les transferts et les salaires publics, plus faible quand les gouvernements augmentent les impôts et réduisent l'investissement public. Giudice *et al.* (2003) parviennent aux mêmes conclusions et notent que les consolidations budgétaires expansionnistes commencent pendant des périodes caractérisées par des écarts de production négatifs. En faisant une analyse Probit, ils trouvent un fort effet des réductions de dépenses primaires sur la probabilité d'obtenir des effets expansionnistes des consolidations budgétaires, alors que le niveau initial de la dette n'aurait aucun effet.

Selon McDermott et Wescott (1996), la probabilité de succès est plus forte pour les ajustements survenus en période de forte croissance mondiale et pour ceux qui comportent des baisses de dépenses, en particulier de salaires, de dépenses publiques courantes ou de transferts. Toutefois, les succès concernent essentiellement les petites économies (Irlande, Danemark, Norvège, Australie et Suède)<sup>22</sup>.

21. De façon similaire, Alesina *et al.* (1998) estiment que les consolidations budgétaires sont les plus susceptibles d'avoir des effets non keynésiens lorsque l'ajustement porte sur les dépenses publiques et, plus spécialement, sur les salaires publics. Leur mesure de la consolidation budgétaire réussie pose question, puisqu'ils considèrent le solde primaire public (sans correction des effets du cycle). Sur la base de cette mesure, ils trouvent 23 épisodes de consolidation réussie.

22. Cour *et al.* (1996) ne retrouvent pas le résultat selon lequel les consolidations budgétaires résultant de la baisse de la masse salariale publique sont les plus efficaces.

En utilisant les impulsions budgétaires de la Commission européenne, Zaghini (1999) obtient des résultats similaires à ceux d'Alesina et Perotti (1995). Il détecte 12 épisodes de consolidation réussie sur 49 : 3 dans les années 1980, 9 sur 20 dans les années 1990. Ces ajustements sont coûteux lorsqu'ils sont lancés, même si la croissance de PIB accélère après la période de consolidation. Les épisodes réussis sont caractérisés par un PIB, une consommation et un investissement plus élevés, mais également par un chômage plus élevé, une inflation et des taux d'intérêt inférieurs. La probabilité de succès augmente avec la taille initiale du déficit et de la dette publics. Cependant, plusieurs épisodes réussis des années 1990 peuvent être expliqués par la baisse des taux d'intérêt réels de 1995 à 1997, qui a entraîné une réduction du ratio de la dette au PIB.

Lane et Perotti (2003) montrent qu'une politique budgétaire restrictive a d'autant plus de chance d'être expansionniste qu'elle s'accompagne de gains de compétitivité, soit par une dépréciation du taux de change, soit en induisant une baisse des salaires (par exemple, en induisant une hausse du chômage en diminuant le nombre de fonctionnaire). Leur article soulève quatre objections : le canal du taux de change ne joue plus en union monétaire ; les canaux étudiés ne sont pas spécifiquement anti-keynésiens ; ils ne peuvent que réduire l'effet dépressif mais pas l'inverser ; les auteurs n'étudient pas les effets induits sur les partenaires. Si des petits pays ont pu pratiquer des politiques restrictives non dépressives en dévaluant leur taux de change, que se passerait-il si tous les pays poursuivaient la même politique ?

Les études statistiques sont souvent des études en panel, où des chocs spécifiques favorables à la croissance : dépréciation du taux de change, assouplissement de la politique monétaire, effets de la libéralisation financière ne sont pas pris en compte. Selon Alesina et al. (1998), la réaction monétaire (dépréciation du taux de change ou assouplissement de la politique monétaire) ne contribue pas à expliquer les raisons du succès apparent des épisodes de consolidation budgétaire. Cet effet est cependant pris explicitement en compte par Giudice et al. (2003), ce qui les amène à réduire nettement le nombre de consolidations budgétaires expansionnistes.

Depuis le début des années 1980, les épisodes danois et irlandais demeurent dans l'UE les principaux exemples de consolidation budgétaire accompagnée d'une accélération de la croissance. Dans la plupart des autres cas, le resserrement budgétaire est plus faible et l'accélération de croissance est très modérée (de l'ordre de 0,3 % l'an). Aucune consolidation budgétaire expansionniste pure ne s'est produite, selon ces critères, entre le traité de Maastricht et le lancement de l'euro, le seul cas parfois évoqué étant le Royaume-Uni qui n'était pas candidat pour rejoindre la zone euro.

## 2.5. Quelques cas purs de consolidations budgétaires expansionnistes

Les épisodes de consolidations budgétaires expansionnistes les plus souvent cités sont le Danemark (en 1983-1984) et l'Irlande (1987-1989) (Giavazzi et Pagano, 1990) tandis que la Suède (1990-1994) est l'exemple type d'expansion budgétaire non keynésienne (Giavazzi et Pagano, 1996). Nous revenons brièvement sur ces trois épisodes, avant d'analyser trois cas *purs* de consolidation budgétaire relevés par Giudice *et al.*, 2003 : le Royaume-Uni (1997), l'Espagne et le Portugal (1986).

À la suite d'une forte détérioration des finances publiques, des politiques budgétaires restrictives ont été mises en place au Danemark et en Irlande. En même temps, la consommation et l'investissement privés ont fortement accéléré. Giavazzi et Pagano (1990) soulignent l'importance des ajustements de taux de change, de la politique monétaire et des effets de richesse mais considèrent que ces facteurs n'expliquent que partiellement le phénomène. Ils estiment des fonctions de consommation pour chacun de ces deux pays et constatent que la consommation est significativement sous-estimée lors des resserrements budgétaires. Ils expliquent ce mystère par l'élévation du revenu permanent des consommateurs. Cependant, ils ne trouvent aucune corrélation significative entre les erreurs d'estimation de leurs équations et les variations des dépenses publiques. Selon Creel (1998b), le comportement de consommation au Danemark a de fortes caractéristiques keynésiennes, une fois la libéralisation financière prise en compte. Selon Bradley et Whelan (1997), la forte croissance en Irlande ne peut être expliquée par des mécanismes anti-keynésiens, mais plutôt par une forte croissance des exportations consécutive à l'accélération de la croissance mondiale entre 1987 et 1989. Enfin, Giavazzi et Pagano (1990) montrent que l'investissement privé a été un facteur déterminant de l'accélération de croissance : le taux de croissance moyen de l'investissement a été plus de trois fois supérieur à celui de la consommation au Danemark et presque deux fois supérieur en Irlande (où le taux de croissance des exportations a été de 11 % en moyenne sur la période 1987-1989)

Dans le cas suédois, Giavazzi et Pagano (1996) identifient la période 1990-1994 comme exemple d'expansion budgétaire ayant un effet de contraction sur l'activité globale. Cette période se restreint cependant à 1990-1993, la croissance étant vigoureuse en 1994 (tableau 7a). Le cas suédois se caractérise par une forte augmentation du déficit public à la suite de réductions d'impôt, accompagnée d'une chute de la consommation privée. Giavazzi et Pagano (1996) estiment une fonction de consommation sur la période 1970-1989 qu'ils simulent de 1990 à 1994 : la consommation simulée cumulée est supérieure de 3,7 % à celle observée. Cependant, si le taux de chômage est inclus dans l'équation,

la surestimation disparaît, ce qui semble indiquer que les consommateurs suédois ont augmenté leur épargne en période de hausse du chômage. La chute des prix de l'immobilier a aussi pu contribuer à la faiblesse de la consommation. Surtout, au début des années 1990, la crise du système financier a conduit le gouvernement à soutenir financièrement les banques suédoises, ce qui a creusé le déficit public. La réforme fiscale n'a contribué que pour 1 point de PIB au creusement du déficit (3 points si on inclut l'impact des suppressions de mesures fiscales temporaires – tableau 7b). La crise financière a augmenté l'incertitude sur les perspectives économiques et poussé les ménages à constituer une épargne de précaution; les entreprises à retarder leurs investissements. Elle a surtout privé les ménages de financement, ce qui fut une des causes du ralentissement.

#### 7a. L'épisode suédois de 1990-1993

	1990	1991	1992	1993	1994
<i>Taux de croissance, en %</i>					
PIB	1,0	-1,1	-1,3	-2,0	4,2
Consommation privée	-0,4	1,1	-1,3	-3,5	1,9
FBCF privée	0,6	-11,2	-14,3	-19,2	3,5
<i>En % du PIB potentiel, sauf*</i>					
Solde structurel primaire	2,1	-1,5	-4,8	-6,7	-5,1
Dépenses publiques structurelles	60,7	62,7	67,6	72,9	70,9
Recettes publiques structurelles	64,6	60,7	59,7	60,8	61,1
Dette publique nette*	-7,8	-5,0	4,5	10,3	20,4
Ecart de production	2,8	-0,3	-3,2	-6,2	-4,3

\* En % du PIB.

Source : OCDE, *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 75, juin 2004.

#### 7b. Décomposition de la hausse du déficit public suédois de 1990 à 1993

Effets, en points de PIB

	Déficit de - 4,1 % en 1990 et de 13,3 % en 1993 Variation = 17,4 points de PIB
Crise financière	3,5
Cycle d'activité	7,0
Modifications dans la composition de la demande et effets de la baisse de l'inflation	4,0
Réforme fiscale	1,0
Suppression des taxes provisoires	2,0

Source : OCDE, *Études économiques de l'OCDE*, Suède, 1995.

*Le Royaume-Uni: le cas pur de 1997*

L'exemple britannique de 1997, présenté comme épisode pur de consolidation expansionniste par Giudice *et al.* (2003), est un des très rares cas concernant une des grandes économies de l'UE. Certes, la politique budgétaire a été fortement resserrée entre 1996 et 1998 (tableau 8), sans décélération de la croissance. Mais l'effort budgétaire est près de la plus basse fourchette de la définition d'une consolidation importante (2 % par année d'ajustement, ou 1,5 % de PIB en deux années consécutives) et l'accélération de la croissance n'est que de 0,3 %, ce qui est également très faible.

## 8. Royaume-Uni : un épisode de consolidation expansionniste pure en 1997 ?

	1996	1997	1998
PIB britannique, croissance en %	2,7	3,3	3,1
PIB de l'UE-12, croissance en %	1,4	2,3	2,9
<i>Indicateurs budgétaires</i>			
SSP, en % du PIB potentiel	-0,6	1,2	3,2
Impulsion budgétaire, en % du PIB potentiel	-1,5	-1,7	-2,1
Dettes nette, en % du PIB	52,2	50,8	47,6
<i>Conditions monétaires <sup>(1)</sup></i>			
Taux d'intérêt de court terme	6,0	6,8	7,3
Taux d'intérêt de long terme	7,9	7,1	5,6
Taux réel de court terme <sup>(2)</sup>	2,6	3,9	4,4
Taux réel de long terme <sup>(2)</sup>	4,4	4,2	2,8
Moyenne des taux réels	3,5	4,0	3,6
Taux de change effectif réel, variation en %	2,5	18,2	6,4
<i>Principales composantes du PIB, croissance en %</i>			
Consommation des ménages	3,6	3,6	3,9
Consommation publique	1,3	-0,4	1,2
Investissement privé	10,0	9,2	13,0
Investissement public	-20,0	-13,0	10,0
Variations de stocks (contribution à la croissance)	-0,3	0,3	0,1
Solde extérieur (contribution à la croissance)	-0,2	-0,3	-1,6

(1) En points de pourcentage, sauf mention contraire. (2) Selon le déflateur du PIB  
Sources : Commission européenne, Base de données AMECO, printemps 2004, Office for National Statistics.

En 1997, une politique budgétaire restrictive a été mise en place en période de croissance rapide, l'écart de production étant proche de 0 en 1996 selon les évaluations de la Commission européenne (de -1,5 % selon l'OCDE), avec un taux de chômage de 8 %. Les taux d'intérêt ont été graduellement augmentés par la Banque d'Angleterre en 1997 (de 5,75 en septembre 1996 à 7,5 en janvier 1998), mais les taux d'intérêt nominaux de long terme ont légèrement diminué, convergeant vers les taux allemands. Ainsi la moyenne des taux d'intérêt réels de



court et de long terme n'a que légèrement augmenté. Par ailleurs, le taux de change effectif réel de la livre s'est fortement apprécié. Les conditions monétaires ont donc été resserrées, permettant de considérer cette consolidation comme *pure*.

C'est la consommation des ménages qui a constitué le principal moteur de la demande en 1997. Cependant celle-ci a été impulsée par un facteur exceptionnel au début de 1997: le versement de revenus exceptionnels suite au changement de statut des *building societies* et à la démutualisation des compagnies d'assurance-vie (36 milliards de livres soit 6,5 % du revenu net annuel des ménages). Lors de cet épisode, l'investissement public a fortement baissé et la consommation publique très peu, ce qui ne va pas dans le sens suggéré par la majorité de la littérature anti-keynésienne où l'on s'attend *a priori* à ce que ce soit l'évolution des dépenses publiques qui influence la consommation privée. Par ailleurs, l'épisode de consolidation budgétaire n'apparaît guère expansionniste en 1998 si l'on considère le critère de croissance britannique en écart à celui des pays de l'UE-12.

#### *Espagne et Portugal: les cas purs de 1986*

L'accélération de croissance en Espagne en 1986-1987, à partir d'un écart de production de - 3,1 points en 1985 a coïncidé avec une forte augmentation de la fiscalité (tableau 9). La TVA a été introduite et les impôts sur l'énergie augmentés (ceci étant facilité par la baisse des prix du pétrole). Le solde structurel primaire s'est amélioré, passant de - 3,5 points en 1985 à - 0,2 point de PIB potentiel en 1987, mais les poids de la fiscalité et la dette publique nette ont augmenté, de sorte qu'il est difficile d'évoquer un effet positif de baisses d'impôts futures anticipées sur la consommation. L'adhésion de l'Espagne à l'UE et les flux d'investissements étrangers qui en ont découlé, ont conduit à un boom d'investissement (les entrées nettes d'investissements directs étrangers ont représenté 2,25 % du PIB en 1986). La croissance a été soutenue par la consommation à la suite de la hausse des emplois publics et des salaires ainsi que par une forte augmentation des crédits au secteur privé. Ce cas ne peut guère être considéré comme une consolidation expansionniste pure: l'investissement étranger, l'expansion du crédit et l'emploi public ont soutenu la croissance de manière keynésienne.

Au Portugal, les données de l'OCDE ne montrent aucune consolidation budgétaire selon les critères de taille ou de persistance employés par Giudice *et al.* (2003). Le solde structurel primaire s'est amélioré de 1,9 % du PIB potentiel en 1986, en raison, comme en Espagne, de la hausse des taxes sur l'énergie et de l'introduction de la TVA. La consommation privée a augmenté de 5,6 % en volume, soutenue par une chute inattendue de l'inflation de 21,7 à 12 %, tandis que les salaires nominaux et les transferts sociaux progressaient de 19 %. La hausse de

la consommation privée a accompagné celle de l'investissement, qui a augmenté de 11,6 % (impulsé par l'adhésion à l'UE). Là aussi, les données n'indiquent pas clairement un cas *pur* de consolidation budgétaire expansionniste.

#### 9. Espagne et Portugal : les épisodes de 1986

	Espagne			Portugal		
	1985	1986	1987	1985	1986	1987
<i>Taux de croissance, en %</i>						
Croissance du PIB	2,3	3,3	5,5	2,8	4,1	6,4
Consommation finale privée	2,3	3,4	6,0	0,6	5,6	5,3
FBCF totale du secteur privé	2,4	11,6	15,0	-4,0	11,6	19,0
<i>En % du PIB potentiel, sauf*</i>						
Solde structurel primaire	-3,5	-2,0	-0,2	0,7	2,6	1,5
Dépenses publiques structurelles	34,4	34,2	34,8	32,1	34,8	35,9
Recettes publiques structurelles	33,5	34,0	35,5	30,6	31,9	31,6
Dettes publiques nettes*	26,1	29,3	29,9	55,8	54,0	60,8
Ecart de production	-3,1	-3,2	-1,1	-10,1	-8,3	-4,8

\* En % du PIB.

Source : OCDE, *Perspectives Economiques de l'OCDE*, n° 75, juillet 2004.

## 2.6. Ce que disent les modèles VAR

Selon leurs partisans, les modèles VAR ont le mérite de ne pas imposer d'*a priori* théorique, de « laisser parler les données ». L'impact des innovations de politique budgétaire peut ainsi être mesuré directement, sans hypothèses sur les comportements. En contrepartie, ces modèles ont obligatoirement une structure très simple; ils imposent le plus souvent qu'il n'existe que deux types de chocs économiques (les chocs de demande et les chocs d'offre) alors que la réalité est plus complexe: comment, en effet, classer les chocs de prix de l'énergie, de salaire, de productivité, de taux de change, de demande étrangère, de dépenses publiques et de taxation (sans distinguer, par exemple, les hausses d'impôts directs et celles de TVA)? Il est difficile de déterminer si les chocs de politique budgétaire ainsi mesurés représentent de vrais chocs structurels ou de simples bruits dus à la volatilité des séries. Enfin, les contraintes identifiantes réintroduisent souvent les présupposés théoriques.

Fatás et Mihov (2001) comparent les prédictions d'un modèle néoclassique avec les résultats d'un modèle VAR, estimé pour les États-Unis. Selon le modèle théorique, une hausse des dépenses publiques

devrait induire une baisse de la consommation et une hausse de l'emploi, les ménages subissant un effet richesse négatif. Selon le modèle VAR estimé, elle provoque une hausse de la consommation et de l'emploi, comme si le monde était keynésien.

Selon Mountford et Uhlig (2002), les dépenses publiques évincent l'investissement privé mais ne réduisent pas la consommation aux États-Unis. Une hausse des impôts abaisse la consommation privée et le PIB, ce qui n'est pas conforme au point de vue ricardien.

Blanchard et Perotti (2002) utilisent un modèle VAR pour analyser l'impact de chocs de dépenses publiques ou de fiscalité aux États-Unis. Le PIB comme la consommation vérifient les résultats keynésiens habituels : ils augmentent en cas de hausse de dépenses publiques (le multiplicateur maximum vaut 1,29 ou 0,9 selon la méthode d'estimation) ; baissent en cas de hausse de hausse des impôts (le multiplicateur vaut 0,78 ou 1,33). Malheureusement, les importations et l'investissement baissent après un choc positif de dépenses publiques, ce qui pose question sur la fiabilité de la méthode.

Gali *et al.* (2004) montrent avec un modèle VAR que la hausse des dépenses publiques s'accompagne d'une hausse de la consommation des ménages, du moins aux États-Unis, avec relativement peu d'effet sur l'investissement. Les auteurs découvrent que ce résultat peut être rationalisé en supposant qu'il existe un nombre suffisant de ménages contraints financièrement et que les prix sont rigides dans un monde en concurrence imparfaite. La production réagit à la demande (le monde est keynésien) et les ménages suivent l'impulsion donnée par le gouvernement.

Perotti (2004) analyse les effets de la politique budgétaire dans cinq pays de l'OCDE, sur données trimestrielles : États-Unis, Allemagne, Royaume-Uni, Canada et Australie. Une approche VAR structurel donne cinq résultats : (1) les politiques budgétaires ont des effets keynésiens, mais ceux-ci sont de faible ampleur ; (2) les effets des politiques budgétaires sur le PIB se sont réduits au cours du temps ; (3) l'investissement privé répond négativement (ou ne répond pas) aux hausses de dépenses publiques ; (4) les multiplicateurs sont plus grands aux États-Unis que dans les autres pays ; (5) la politique budgétaire n'a guère d'effets sur les taux d'intérêt réels. Malheureusement, ce travail souffre de plusieurs faiblesses d'un point de vue économétrique (par exemple, la non stationnarité des séries est simplement corrigée par une tendance) ; le modèle est très simple et Perotti n'estime pas de fonctions de réaction budgétaire ; beaucoup de résultats sont invraisemblables : les multiplicateurs budgétaires à trois ans vont de - 1,8 au Canada à 0,4 en Australie (tableau 10). Perotti fournit trois explications à la baisse des multiplicateurs keynésiens : l'ouverture croissante des économies (mais l'ordre de grandeur est insuffisant), la diminution des contraintes

de liquidités (due à la financiarisation accrue), une plus grande réactivité des marchés, donc des taux d'intérêt.

Biau et Girard (2004) trouvent, dans le cas français et sur données trimestrielles, un multiplicateur de 1,4 pour les dépenses publiques, en raison d'une hausse de la consommation privée, de 0,1 pour les baisses de taxation nette. Malgré la faiblesse de l'impact de la baisse de la fiscalité, ceci tend plutôt à confirmer la vision keynésienne.

Les modèles VAR donnent donc une large variété de réponses à la question de la valeur des multiplicateurs de dépenses publiques ou de taxation. Ceux-ci sont généralement keynésiens, en particulier aux États-Unis.

#### 10. Multiplicateurs de politique budgétaire à 12 trimestres, selon Perotti (2004)

En points de PIB

	Dépenses publiques		Taxation	
	1960-1979	1980-2001	1960-1979	1980-2001
Etats-Unis	1,42	0,02	0,84	-0,81
Allemagne	0,57	-1,62	0,53	-0,52
Royaume-Uni	-0,48	-0,52	-0,06	-0,28
Canada	0,27	-1,79	-0,21	0,67
Australie	0,79	0,42	-0,21	-0,17

Source : Perotti (2004).

## 2.7. Les modèles macroéconomiques sont-ils encore keynésiens ?

Selon la NAK, les effets des politiques budgétaires sont inversés par les comportements d'anticipation des agents privés. Pour que ce résultat soit obtenu dans des modèles macroéconométriques, il faut que la consommation dépende des revenus futurs anticipés des ménages, que l'investissement dépende des profits futurs anticipés, que la production dépende négativement du niveau des impôts par des mécanismes d'offre, que le taux d'intérêt de long terme dépende positivement de la dette publique. Il faut ensuite que les ménages et les entreprises anticipent que demain l'économie sera soumise à une contrainte d'offre; ils doivent anticiper que les déficits d'aujourd'hui entraîneront une hausse des impôts ou une hausse durable du taux d'intérêt. Le résultat des variantes dépend alors beaucoup des hypothèses que le modélisateur introduit lors de leur réalisation, en particulier du fait qu'une hausse des dépenses publiques est anticipée comme permanente (et compensée à terme par une hausse des impôts) ou temporaire (et ne nécessitant pas de hausse d'impôts si elle correspond à une hausse de la richesse nette désirée des agents privés); que les comportements dépendent de variables constatées ou de variables anticipées; enfin, de la formation de ces anticipations.

Beaucoup de modèles, même parmi les plus récents, ne se posent pas ces questions et sont purement keynésiens. Parmi les modèles de la zone euro, c'est le cas du modèle AWM, élaboré à la BCE (Fagan *et al.*, 2001); du modèle MZE, élaboré en France à l'INSEE et à la Direction de la Prévision (Beffy *et al.*, 2003); ou du modèle construit par l'IWH et IGIER (Dreger et Marcellino, 2003). Le modèle présenté par Bagnai et Carlucci (2003) est keynésien, sauf que le taux d'intérêt de long terme dépend du taux court et du ratio dette/PIB, ce qui n'a guère de sens dans ce contexte. Le multiplicateur de dépenses publiques vaut 1,03 la première année, puis reste proche de 1,6 de la 3<sup>e</sup> à la 7<sup>e</sup> année.

Wallis (2004) compare QUEST (modèle de la Commission européenne), NiGEM (modèle du NIESR), MULTIMOD (modèle du FMI) et AWM (tableau 11). La principale différence entre ces modèles porte sur la fonction de consommation. Dans AWM, les ménages consomment en fonction de leur revenu courant. Dans la simulation présentée par NiGEM, ils consomment en fonction de leur revenu futur anticipé; aussi, leur consommation n'augmente pas à la suite d'une hausse temporaire de revenu. Dans MULTIMOD, l'investissement dépend de la profitabilité de long terme et ne varie donc pas à la suite d'un choc temporaire. Une partie des consommateurs (44 % dans la version IIIB) subit des contraintes de liquidité et consomme en fonction de son revenu courant. Enfin, dans QUEST, seulement 30 % des ménages subissent une contrainte de liquidité; cette proportion est fixée *a priori* sans preuve économétrique; l'investissement dépend de la profitabilité qui est réduite par la hausse des salaires. Au total, les effets d'une hausse des dépenses publiques sur la consommation et l'investissement sont très contrastés d'un modèle à l'autre; la hausse des dépenses publiques a cependant toujours un effet expansionniste et peut donc être utilisée pour contrer un choc négatif de demande privée. Ces simulations soulèvent deux questions: comment les équations utilisées ont-elles été estimées (comment les auteurs ont-ils constitué les séries de revenu futur anticipé)? Comment sont-elles utilisées en prévision (comment les ménages sont-ils censés prévoir l'évolution des impôts)?

11. Impact la première année d'une hausse de 1 % du PIB de la consommation publique durant 1 an

En points de PIB

	Choc dans la zone euro			Choc en France		
	AWM	MULTIMOD III	MULTIMOD IIIB	MULTIMOD III	NiGEM	QUEST
PIB	1,35	1,48	1,14	1,26	0,78	0,87
Consommation	0,72	0,60	0,19	0,51	0,04	0,09
Investissement	0,54	0,01	0,01	0,00	0,35	-0,08
Solde extérieur	-0,91	-0,13	-0,07	-0,25	-0,61	-0,12

Source : Wallis (2004).

Dans NiGEM, les équations estimées sont du type (Barrell et al., 2003):

$$(3) \Delta \ln C_t = a_0 - a_1(\ln C_{t-1} - \ln Y_{t-1}) - a_2(\ln C_{t-1} - \ln W_{t-1}) - \theta_1 \Delta \ln Y_{t-1} - \theta_2 \Delta \ln C_{t-1}$$

Elles sont purement *backward looking*. Il n'y a donc pas de preuves empiriques que tous les consommateurs consomment en fonction de leur revenu futur anticipé. Ce mécanisme a été introduit dans les variantes, sans fondement empirique.

QUEST a été utilisé pour analyser le coût de la consolidation budgétaire (Giudice et al., 2003, Commission européenne, 2003). Le modèle analyse l'impact de consolidations budgétaires permanentes et crédibles dans un seul pays: l'Allemagne. Dans toutes les simulations, l'objectif final est une baisse de 10 points du ratio dette/PIB, ceci étant obtenu par l'ajustement des impôts sur les revenus salariaux.

La hausse des recettes fiscales a toujours un effet dépressif, à court comme à long terme. Par contre, une baisse permanente des dépenses a d'abord un effet dépressif puis un effet expansionniste (tableau 12). L'effet expansionniste passe toujours par la consommation plutôt que par l'investissement: les ménages consomment les revenus futurs que leur rapportera la baisse des impôts. Toutefois, ce résultat repose sur deux hypothèses fortes: les dépenses publiques n'ont aucune utilité pour les ménages; les ménages consomment les profits des entreprises. Prenons, par exemple, le cas de la baisse des transferts aux ménages. Supposons que l'État baisse le niveau des retraites, des prestations chômage ou des remboursements maladie; en contrepartie, il annonce une baisse future des cotisations sociales. Les ménages devront compenser cette baisse en ayant recours à des assurances privées ou à de l'épargne privée. *A priori*, on ne voit pas pourquoi l'effet global serait positif. Selon QUEST, les salariés ne demanderaient pas de hausses de salaires en contrepartie de la baisse des prestations; la baisse des cotisations sociales permettrait une baisse du coût du travail, qui permettrait d'augmenter la production; les ménages consommeraient davantage malgré des transferts plus faibles, bien qu'ils ne bénéficient pas directement de la baisse des impôts, ceci grâce à l'augmentation du profit des entreprises. Par contre, un choc budgétaire temporaire a bien un effet dépressif selon le modèle. Celui-ci confirme qu'une politique temporaire de stabilisation est efficace.

Les auteurs étudient ensuite l'impact d'une stimulation monétaire qui accompagnerait la consolidation budgétaire. Comme une baisse des taux d'intérêt a un effet expansionniste (selon QUEST de 0,6 % de PIB en Allemagne pour une baisse de 1 % du taux d'intérêt européen), il est toujours possible de compenser l'effet dépressif initial par la politique monétaire. Mais les auteurs ne montrent pas que la baisse requise du taux d'intérêt correspond à celle qui serait pratiquée par la Banque centrale; en UEM, rien ne garantit à un pays qui se lance dans

une politique budgétaire restrictive, que la Banque centrale fera la politique monétaire nécessaire pour stabiliser l'activité. La variante ne fait donc qu'illustrer le fait qu'une consolidation budgétaire est plus facile à réaliser pour un pays qui maîtrise sa politique monétaire.

12. Effet d'une baisse permanente des dépenses publiques de 1 % du PIB selon QUEST

En points de PIB

Au bout de...	Achat de biens	Transferts aux ménages	Emplois publics
1 an	-0,33 (-0,75*)	-0,20 (-0,21*)	-0,93 (-1,21*)
3 ans	-0,04	-0,08	-0,20
5 ans	-0,04	-0,06	0,02
10 ans	0,41	0,19	0,62

\* Impact d'un choc temporaire d'une année  
Source : Giudice et al. (2003).

Enfin, les auteurs analysent l'impact sur les taux d'intérêt que pourrait avoir la baisse de la prime de risque induite par celle de la dette publique. Ils considèrent que la baisse de 10 points du ratio dette/PIB entraînerait une baisse immédiate de 0,1 point du taux d'intérêt (sans que le lecteur puisse comprendre s'il s'agit des taux courts ou longs; du taux allemand ou du taux de la zone). Cette baisse aurait un fort effet expansionniste: la première année, de 0,35 % sur le PIB et de 1,2 sur l'investissement privé. Ceci impliquerait que, dans QUEST, une baisse de 1 point du taux d'intérêt augmente le PIB de 3,5 % et l'investissement de 12 %. Dans ce cas, la baisse des dépenses publiques n'aurait pratiquement plus d'impact dépressif à court terme. Mais ce résultat suppose des impacts extrêmement forts et peu vraisemblables de la baisse du taux d'intérêt.

Les modèles économétriques récents semblent donc confirmer que la politique budgétaire conserve un impact keynésien sur la conjoncture, y compris en Europe. Les effets non keynésiens ne sont obtenus que moyennant des hypothèses arbitraires sur la boucle prix/salaire, la proportion de ménages contraints financièrement ou l'impact de la consolidation budgétaire sur les taux d'intérêt.

### 3. Conclusion

Durant la période 1985-2002, le solde public a été beaucoup plus souvent négatif que positif dans les pays de l'OCDE: dans 70 % des cas contre 30 %. Est-ce l'effet de la nécessaire régulation ou celui de la démagogie, qui incite les gouvernements à faire trop de dépenses

publiques et à reporter dans le temps les hausses d'impôts? Les taux d'intérêt réels ne sont pas élevés en période de déficit généralisé (début 2004, par exemple), ce qui pousse vers la première interprétation. Les soldes publics structurels primaires sont beaucoup plus souvent positifs (dans 72 % des cas). Pourquoi un déficit public serait-il généralement nécessaire? On peut donner trois explications, d'ailleurs voisines :

— La neutralité ne correspond pas à un solde équilibré, mais à un déficit égal à l'investissement public (*Règle d'or des finances publiques*, voir Modigliani et al., 1998) ou à l'investissement net plus la dépréciation de l'endettement (Mathieu et Sterdyniak, 2003) ou à celui qui stabilise la dette publique nette à un niveau satisfaisant (par exemple, 1,8 % pour une dette de 40 % du PIB et une croissance nominale de 4,5 %).

— Le déficit public est structurellement nécessaire. Le solde public qui assure que la demande égale la production potentielle avec un taux d'intérêt égal au taux de croissance est structurellement négatif.

— La dette publique est structurellement nécessaire. Le montant d'actifs non risqués que veulent détenir les ménages est supérieur à celui que les entreprises peuvent ou veulent émettre. Le déséquilibre persiste même quand les taux d'intérêt sont faibles.

La NAK s'appuie sur quelques épisodes de consolidation budgétaire expansionniste ou de relance budgétaire dépressive pour formaliser et généraliser un impact anti-keynésien de la politique budgétaire. Même à court terme, la hausse des dépenses publiques serait dépressive, de sorte que les autorités budgétaires devraient réduire les dépenses publiques en période de récession. La politique budgétaire de régulation est ainsi remise en cause en Europe. Ce n'est pas le cas aux États-Unis où la période 2000-2003 est marquée par l'emploi simultané des deux instruments, monétaire et budgétaire, pour soutenir l'activité.

Derrière cette vision, se trouve le souvenir d'erreurs passées de politique économique (en particulier en Italie). Se trouve aussi la volonté des milieux dominants européens d'imposer des réformes de structures en Europe, en particulier la réduction des dépenses publiques et des dépenses sociales, la flexibilité du marché du travail, la dérégulation de certains marchés de biens ou de services. Dans cette optique, il est improductif de chercher à soutenir la croissance par une politique macroéconomique conjoncturelle.

Cette vue est devenue dominante dans le discours des organismes communautaires. Elle leur permet de conforter sur le plan scientifique deux positions institutionnelles. D'une part, le souhait de réduire le poids des dépenses publiques, ce qui est conforté par le discours selon lequel ces dépenses seraient nuisibles à la croissance à long terme et que leur diminution serait même expansionniste à court terme. D'autre part, le souhait de réduire la possibilité des pays membres de pratiquer



des politiques conjoncturelles autonomes, ce qui est conforté par la NAK qui prétend que ces politiques ont des effets contraires à ceux attendus dans un schéma keynésien.

Pourtant, de ces deux points de vue, la NAK est fragile sur le plan scientifique. Elle suppose que les dépenses publiques sont inutiles, de sorte que leur réduction (accompagnée d'une anticipation de baisse d'impôts) est toujours vue par les ménages comme une hausse de leur revenu disponible. Mais en fait les dépenses publiques qu'il s'agit de réduire sont généralement utiles soit pour la production (investissement public), soit pour les ménages (prestations retraites, santé, chômage ou éducation) de sorte que le postulat d'inutilité doit être remis en cause. Alesina et Ardagna (1998) montrent bien l'aspect idéologique de la NAK en concluant que les gouvernements européens n'ont pas le choix. Il faut « réduire la taille excessive de l'État-providence (en particulier les systèmes de chômage et de retraites) et les bureaucraties. Espérons que le Pacte de stabilité obligera à de fortes réformes du système de protection sociale. [...] La patience des contribuables européens a des limites »<sup>23</sup>. Il s'agit là d'un point de vue politique, qui n'a rien à voir avec l'analyse économique. Rien ne prouve que les fonctionnaires soient inutiles ou que la baisse des prestations publiques de retraite favorise la compétitivité.

Sur le plan de la régulation conjoncturelle, la NAK ne peut être évoquée en situation de chômage keynésien. Autant elle peut s'appliquer dans une économie en plein emploi (ou en contrainte d'offre) où l'État réduit de façon permanente des dépenses publiques inutiles, autant elle n'a guère de fondement dans une économie en déficit de demande où l'État pratique temporairement une politique budgétaire de régulation. Dans ce cas, la hausse des dépenses publiques a bien un effet expansionniste. De plus, les deux hypothèses extrêmes d'absence de ménages contraints financièrement et de consommation déterminée par les anticipations de revenu aboutissent à l'indétermination de l'équilibre. Toute hausse de revenu anticipée par les agents est automatiquement validée.

La plupart des travaux empiriques de la NAK font l'hypothèse que les agents estiment que la production, aujourd'hui et à l'avenir, est déterminée par une contrainte d'offre. Ils font souvent l'hypothèse que les agents anticipent que les chocs de dépenses publiques sont permanents, ce qui est absurde si ces chocs obéissent à des objectifs de régulation.

Les effets mis en évidence par l'analyse empirique concernent souvent des épisodes où une politique budgétaire restrictive a pu être mise en place sans coût apparent en activité, en bénéficiant (par chance ou inten-

23. « Reduce the over-extensive welfare state (especially, pension and unemployment insurance systems) and public bureaucracies. Hopefully, the Stability Pact will force serious welfare reforms. [...] There is a limit to the patience of European taxpayers ».

tionnellement) d'une politique monétaire expansionniste (souvent grâce aux perspectives d'entrée dans l'UEM), d'une dépréciation du taux de change (en particulier pour de petits pays), d'une hausse du prix des actifs, de la libéralisation financière ou de l'impact d'une réforme structurelle. Ils ne sont pas directement transposables à la situation de grands pays en UEM.

Pourtant, l'efficacité des politiques budgétaires keynésiennes semble s'affaiblir en Europe. Le nouveau paradigme témoigne d'une idéologie auto-validante: dans un monde keynésien, les autorités s'engagent à soutenir l'activité; le déficit budgétaire en période de ralentissement économique symbolise cet engagement; aussi, les agents privés peuvent-ils baser leur anticipation de maintien du plein emploi sur le déficit budgétaire (c'est sans doute encore la situation aux États-Unis). Dans un monde anti-keynésien, le déficit budgétaire symbolise les difficultés économiques, les problèmes structurels ou conjoncturels. Aussi, est-il peu probable que le creusement des déficits soit expansionniste dans la mesure où les chefs d'entreprises et les classes aisées le voient comme un déséquilibre en soi et non comme un remède aux déséquilibres (c'est sans doute la situation en Europe). Le fait est alors que, dans une situation où la demande est spontanément faible et les taux d'intérêt sont déjà au plus bas, les autorités nationales sont impuissantes. L'obstacle n'est pas tant la réaction des marchés financiers ou même le Pacte de stabilité que la réaction des agents privés.

Quelles leçons peut-on tirer de la NAK pour la politique budgétaire en Europe? La NAK, si elle met en cause la politique budgétaire keynésienne, ne permet guère de justifier le Pacte de stabilité: un pays qui pratique une politique de hausse des dépenses publiques voit sa production se réduire. C'est nuisible pour lui, mais pas nécessairement pour ses partenaires puisque cela n'a pas *a priori* d'impact sur l'inflation ou le déficit extérieur.

La politique budgétaire conjoncturelle peut se faire par hausse des dépenses publiques, hausse des transferts ou baisse des impôts. La première a un effet conjoncturel plus assuré théoriquement (puisqu'elle est efficace même si les ménages sont ricardiens, du moment que ceux-ci sont persuadés qu'elle n'est que temporaire). En sens inverse, elle est plus difficilement réversible et plus lente à mettre en œuvre. Les transferts n'ont un impact que s'ils bénéficient à des ménages contraints financièrement; mais on peut penser que c'est le cas pour la hausse des prestations sociales. Enfin, l'action par les impôts est théoriquement la moins efficace.

Faut-il avoir un objectif explicite de dette publique? Oui, sans doute, puisqu'il faut assurer la solvabilité des finances publiques et en particulier garantir aux agents privés qu'ils ne connaîtront pas de hausse des taux d'imposition. Non, puisque le niveau optimal de dette publique

varie au cours du temps, en particulier avec le niveau des taux d'intérêt ou la structure par âge de la population. Aussi, les gouvernements ne peuvent-ils garantir que des règles de politique budgétaire, telles qu'éviter les déficits inflationnistes, et non un niveau de dette.

## Références bibliographiques

- AFONSO A., 2001 : « Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy in the EU-15 », *ISEG – Departamento de Economia Working Paper* 7/2001/DE/CISEP.
- ALESINA A. et S. ARDAGNA, 1998 : « Tales of fiscal adjustment », *Economic Policy*, n° 27, octobre, pp. 487-545.
- ALESINA A., S. ARDAGNA, R. PEROTTI et F. SCHIANTARELLI, 2002 : « Fiscal policy, profits, and investment », *The American Economic Review*, vol. 92, n° 3, pp. 571-589.
- ALESINA A. et R. PEROTTI, 1995 : « Fiscal expansions and adjustments in OECD countries », *Economic Policy*, octobre, pp. 207-248.
- ALESINA A., R. PEROTTI et J. TAVARES, 1998 : « The political economy of fiscal adjustments », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, pp. 197-248.
- ARTUS P., 1996 : « Austérité budgétaire, crédibilité et comportement de consommation », *Économie internationale*, n° 68, 4<sup>e</sup> trimestre, pp. 59-82.
- BAGNAI A. et F. CARLUCCI, 2003 : « An aggregate model for the European Union », *Economic modelling*, vol. 20, n° 3, pp. 623-649.
- BARRELL R., J. P. BYRNE et K. DURY, 2003 : « The implications of diversity in consumption behaviour for the choice of monetary rules in Europe », *Economic Modelling*, vol. 20(2), mars, pp. 275-299.
- BARRY F. et M. B. DEVEREUX, 1995 : « The 'expansionary fiscal contraction hypothesis': A neo-Keynesian analysis », *Oxford Economic Papers*, New Series, vol. 47, n° 2, avril, pp. 249-264.
- BARRY F. et M. B. DEVEREUX, 2003 : « Expansionary fiscal contraction: A theoretical exploration », *Journal of Macroeconomics*, vol. 25, n° 1, mars, pp. 1-23.
- BEFFY P.-O., X. BONNET, B. MONFORT et M. DARRACQ-PARIÈS, 2003 : « MZE, un modèle macroéconométrique pour la zone euro », *Économie et Statistique*, n° 367, pp. 3-37.

- BERTOLA G. et A. DRAZEN, 1993 : « Trigger points and budget cuts: Explaining the effects of fiscal austerity », *The American Economic Review*, vol. 83, n° 1, mars, pp. 11-26.
- BIAU O. et E. GIRARD, 2004 : « Politique budgétaire et dynamique économique en France: l'approche VAR structurel », *mimeo*, septembre.
- BLANCHARD O. J., 1990a: « Suggestions for a new set of fiscal indicators », *OECD Department of Economics and Statistics Working Papers*, n° 79, avril.
- BLANCHARD O. J., 1990b: « Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two Small European countries: Comment », in O. J. Blanchard et S. Fischer, (Eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, pp. 111-116, Cambridge, Mass. et London, MIT Press.
- BLANCHARD O. et R. PEROTTI, 2002 : « An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output », *The Quarterly Journal of Economics*, novembre, pp. 1329-1368.
- BRADLEY J. et K. WHELAN, 1997 : « The Irish expansionary fiscal contraction: A tale from one small European economy », *Economic Modelling*, n° 14, pp. 175-201.
- BREEDON F., B. HENRY et G. WILLIAMS, 1999 : « Long-term real interest rates: Evidence on the global capital market », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15(2), pp. 128-142.
- BROOK A.-M., 2003 : « Recent and prospective trends in real long-term interest rates: Fiscal policy and other drivers », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 367, septembre.
- CAMPBELL J. Y. et N. G. MANKIW, 1989 : « Consumption, income, and interest rates: Reinterpreting the time series evidence », in O. J. Blanchard et S. Fischer, (Eds.), *NBER Macroeconomics Annual: 1989*, The MIT Press Cambridge, Mass. et Londres, pp. 185-216.
- CAMPBELL J. Y. et N. G. MANKIW, 1990 : « Permanent income, current income, and consumption », *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 8(3), pp. 265-279.
- CAPOEN F., H. STERDYNIAK et P. VILLA, 1994 : « Indépendance des Banques centrales, politiques monétaire et budgétaire: une approche stratégique », *Revue de l'OFCE*, n° 50, juillet, pp. 65-102.
- CAPORALE G. M. et G. WILLIAMS, 2002 : « Long-term nominal interest rates and domestic fundamentals », *Review of Financial Economics*, vol. 11, pp. 119-130.
- CEBULA R. J., 2000 : « Impact of budget deficits on *ex post* real long-term interest rates », *Applied Economics Letters*, n° 7, pp. 177-179.

- CHRIST C. F., 1968 : « A simple macroeconomic model with a government budget constraint », *Journal of Political Economy*, vol. 76, pp. 53-67.
- COMMISSION EUROPÉENNE, 2003 : « Public finances in EMU-2003 », *European Economy*, n° 3.
- COMMISSION EUROPÉENNE, 2004 : « Public finances in EMU-2004 », *European Economy*, n° 3.
- CORREIA-NUNES J. et L. STEMITSIOTIS, 1995 : « Budget deficit and interest rates: Is there a link? International evidence », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 57, n° 4, pp. 425-449.
- COUR P., E. DUBOIS, S. MAHFOUZ et J. PISANI-FERRY, 1996a : « Quel est le coût des ajustements budgétaires? », *Économie internationale*, n° 68, 4<sup>e</sup> trimestre, pp. 7-28.
- COUR P., E. DUBOIS, S. MAHFOUZ et J. PISANI-FERRY, 1996b : « The cost of fiscal retrenchment revisited: How strong is the evidence? », *Document de travail INSEE*, G 9612, décembre.
- CREEL J., 1998a : « Contractions budgétaires et contraintes de liquidité: les cas danois et irlandais », *Économie Internationale*, n° 75, 3<sup>e</sup> trimestre, pp. 33-54.
- CREEL J., 1998b : « L'assainissement budgétaire au Danemark entre 1983 et 1986: l'anti-mythe », *Revue française d'économie*, vol. XIII(4), automne, pp. 83-123.
- CREEL J., T. LATREILLE et J. LE CACHEUX, 2002 : « Le Pacte de stabilité et les politiques budgétaires dans l'Union européenne », *Revue de l'OFCE*, Hors série « La mondialisation et l'Europe », pp. 245-297.
- CREEL J. et H. STERDYNIAK, 1995 : « Les déficits publics en Europe : causes, conséquences ou remèdes à la crise? », *Revue de l'OFCE*, n° 54, pp. 57-100.
- DRAZEN A., 1990 : « Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries: Comment », *NBER Macroeconomics Annual 1990*, pp. 117-122.
- DREGER C. et M. MARCELLINO, 2003 : « A macroeconometric model for the Euro economy », *Halle Institute for Economic Research Discussion Papers*, n° 181, août.
- DUCOUDRÉ B., 2005 : « L'effet d'éviction: une mesure de l'importance du canal du taux d'intérêt », *mimeo*.
- EVANS P., 1985 : « Do large deficits produce high interest rates? », *The American Economic Review*, vol. 75, n° 1, mars, pp. 68-87.

- EVANS P., 1987 : « Do budget deficits raise nominal interest rates? Evidence from six countries », *Journal of Monetary Economics*, vol. 20, n° 2, pp. 281-300.
- FAGAN G., J. HENRY et R. MESTRE, 2001 : « An area-wide model (AWM) for the euro area », *ECB Working Paper*, n° 42, janvier.
- FATÁS A. et I. MIHOV, 2001 : « The effects of fiscal policy on consumption and employment: Theory and evidence », *CEPR Discussion Paper Series*, n° 2760, avril.
- FATÁS A. et I. MIHOV, 2003 : « The case for restricting fiscal policy discretion », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. CXVIII(4), n° 475, novembre, pp. 1419-1447.
- FELDSTEIN M., 1982 : « Government deficits and aggregate demand », *Journal of Monetary Economics*, vol. 9, n° 1, janvier, pp. 1-20.
- FORD R. et D. LAXTON, 1999 : « World public debt and real interest rates », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15 (2), pp. 77-93.
- GALE W. G. et P. R. ORSZAG, 2002 : « The economic effects of long-term fiscal discipline », *Urban-Brookings Tax Policy Center Discussion Paper*, décembre.
- GALI J., J. D. LÓPEZ-SALIDO et J. VALLÉS, 2004 : « Understanding the effects of government spending on consumption », *ECB Working Paper Series*, n° 339, avril.
- GIAVAZZI F., T. JAPPELLI et M. PAGANO, 2000 : « Searching for non-linear effects of fiscal policy: Evidence from industrial and developing countries », *European Economic Review*, vol. 44, n° 7, juin, pp. 1259-1289.
- GIAVAZZI F. et M. PAGANO, 1990 : « Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries », in O. J. Blanchard and S. Fischer, (Eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, pp. 75-111, Cambridge, Mass. and London, MIT Press.
- GIAVAZZI F. et M. PAGANO, 1996 : « Non-Keynesian effects of fiscal policy changes: International evidence and the Swedish experience », *Swedish Economic Policy Review*, vol. 3, pp. 67-103.
- GIUDICE G., A. TURRINI et J. IN 'T VELD, 2003 : « Can fiscal consolidations be expansionary in the EU? Ex-post evidence and ex-ante analysis », *European Commission, Economic Papers*, n° 195, décembre.
- HAYASHI F., 1982 : « The permanent income hypothesis: Estimation and testing by instrumental variables », *Journal of Political Economy*, vol. 90, n° 5, octobre, pp. 895-916.

- HEMMING R., M. KELL et S. MAHFOUZ, 2002a: « The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity – A review of the literature », *IMF Working Paper* WP/02/208, décembre.
- HEMMING R., S. MAHFOUZ et A. SCHIMMELPFENNIG, 2002b: « Fiscal policy and economic activity during recessions in advanced economies », *IMF Working Paper*, WP/02/87, mai.
- HJELM G., 2002 : « Is private consumption growth higher (lower) during periods of fiscal contractions (expansions)? », *Journal of Macroeconomics*, vol. 24, n° 1, mars, pp. 17-39.
- HOELSCHER G., 1986 : « New evidence on deficits and interest rates », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 18, n° 1, février, pp. 1-17.
- KAMPS C., 2001 : « Fiscal consolidation in Europe: Pre- and Post-Maastricht », *Kiel Working Paper*, n° 1028, février.
- LANE P. R. et R. PEROTTI, 2003 : « The importance of composition of fiscal policy: Evidence from different exchange rate regimes », *Journal of Public Economics*, vol. 87 (9-10), pp. 2253-2279.
- LAUBACH T., 2004 : « The effects of budget deficits on interest rates: A review of empirical results », *6<sup>th</sup> Banca d'Italia Workshop on Public Finance*, Perugia, 1-3 avril.
- MCDERMOTT C. J. et R. F. WESCOTT, 1996 : « An empirical analysis of fiscal adjustments », *International Monetary Fund Staff Papers* vol. 43, n° 4, décembre, pp. 725-753.
- MATHIEU C. et H. STERDYNIAK, 2003 : « Réformer le Pacte de Stabilité: l'état du débat », *Revue de l'OFCE*, n° 84, janvier, pp. 145-179.
- MEHRA Y. P., 1992 : « Deficits and long-term interest rates: An empirical note », *Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper*, n° 92-2, juillet.
- MILLER S. M. et F. S. RUSSEK, 1996 : « Do federal deficits affect interest rates? Evidence from three econometric methods », *Journal of Macroeconomics*, vol. 18, n° 3, été, pp. 403-428.
- MODIGLIANI F., J.-P. FITOUSSI, B. MORO, D. SNOWER, R. SOLOW, A. STEINHERR et P. SYLOS LABINI, 1998 : « An economists' manifesto on unemployment in the European Union », *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n° 206, septembre, pp. 327-361.
- MOUNTFORD A. et H. UHLIG, 2002 : « What are the Effects of Fiscal Policy Shocks? », *mimeo*, février.
- OCDE, 1996 : *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 59, juin.
- PEROTTI R., 1996 : « Fiscal consolidation in Europe: Composition matters », *The American Economic Review*, vol. 86, n° 2, *Papers and Proceedings of the Hundredth and Eighth Annual Meeting of the*

- American Economic Association San Francisco, CA, January 5-7, 1996*, mai, pp. 105-110.
- PEROTTI R., 1999 : « Fiscal policy in good times and bad », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 114, novembre, pp. 1399-1436.
- PEROTTI R., 2004 : « Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries », *mimeo*, mars.
- RICCIUTI R., 2003 : « Assessing ricardian equivalence », *Journal of Economic Surveys*, 17(1), février, pp. 55-78.
- SCHCLAREK A., 2003 : « Fiscal policy and private consumption in industrial and developing countries », Department of Economics, Lund University, *Working Paper* n° 20.
- SUTHERLAND A., 1997 : « Fiscal crises and aggregate demand: can high public debt reverse the effects of fiscal policy », *Journal of Public Economics*, vol. 65, n° 2, août, pp. 147-162.
- TANZI V. et N. CHALK N., 2000 : « Impact of large public debt on growth in the EU: A discussion of potential channels », *European Economy Reports and Studies*, n° 2, chapitre 2, pp. 23-43.
- VAN AARLE B. et H. GARRETSEN, 2003 : « Keynesian, non-Keynesian or no effects of fiscal policy changes? The EMU case », *Journal of Macroeconomics*, vol. 25, juin, pp. 213-240.
- VON HAGEN J., A. HUGHES HALLETT et R. STRAUCH, 2001 : « Budgetary consolidation in EMU », *European Commission Economic Papers*, n° 148, mars.
- WALLIS K. F., 2004 : « Comparing empirical models of the euro economy », *Economic Modelling*, vol. 21, n° 5, septembre, pp. 735-758.
- ZAGHINI A., 1999 : « The economic policy of fiscal consolidations: the European experience », *Temi di discussione del Servizio Studi, Banca d'Italia*, n° 355, juin.



