

Dossier

Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ?

Clovis Kerdrain

Département de la conjoncture

Vincent Lapègue

Département des études économiques d'ensemble

En Europe, la politique budgétaire sera sensiblement plus restrictive à partir de 2011. L'effort de consolidation budgétaire programmé pour 2011 représente ainsi 1,2 point de PIB en zone euro et 1,8 point de PIB au Royaume-Uni. Ce dossier examine l'impact sur la croissance européenne de l'ensemble de ces mesures de consolidation.

L'impact des ajustements budgétaires sur l'activité passe par de nombreux canaux, qui peuvent être antagonistes. De façon traditionnelle, ceux-ci pèsent sur la demande à court terme, et dépriment l'activité, par des effets keynésiens. Ces effets négatifs sont en général partiellement compensés par une baisse des taux d'intérêt, et par une dépréciation du taux de change qui améliore la compétitivité et l'activité économique. De plus, des effets non keynésiens, dit «ricardiens», peuvent apparaître lors de certains épisodes de consolidation budgétaire : un ajustement des finances publiques jugé crédible peut conduire les agents à réviser à la baisse leurs anticipations d'impôts à venir, et ainsi à réduire leur taux d'épargne. Cette baisse du taux d'épargne permet alors d'atténuer, voire de compenser entièrement, les effets négatifs des plans de consolidation.

La plupart des pays de l'OCDE sont sortis de la récession avec un niveau élevé d'endettement public. Cette dégradation inédite des finances publiques doit être prise en compte lorsqu'est évalué l'impact des plans de consolidation budgétaire : celui-ci n'est en effet pas forcément indépendant du contexte dans lequel ils sont mis en œuvre. En particulier, une question importante se pose : celle du scénario «alternatif», c'est-à-dire de la trajectoire de croissance en l'absence de consolidation budgétaire. Dans le contexte actuel, un tel scénario ne serait pas forcément indolore, s'il s'accompagnait d'une hausse importante des primes de risque sur les emprunts souverains et d'un accroissement de l'incertitude sur les marchés financiers. Ce type de scénario est cependant très délicat à concevoir à partir des modèles macroéconomiques traditionnels.

Sans aller jusqu'à quantifier un tel scénario, ce dossier prend en compte les effets standards de la situation économique et budgétaire sur les coûts de financement de la dette publique. L'analyse empirique montre que sur la période récente, ces facteurs ont contribué à l'évolution des primes de risque dans les pays européens. Dans certains pays cependant, comme la Grèce et l'Irlande où la hausse a été très forte et très brutale en 2010, ils n'expliquent pas l'intégralité de cette hausse.

L'impact des différents plans de consolidation en Europe est alors évalué à l'aide du modèle macroéconomique NiGEM, enrichi pour intégrer les effets de la situation économique et budgétaire sur les coûts de financement de la dette publique. Un tel modèle, de facture essentiellement keynésienne, prend par ailleurs en compte les effets transfrontaliers des différents plans nationaux, ainsi que la réaction de la politique monétaire et des taux de change. Par rapport à un scénario sans consolidation budgétaire, les plans de consolidation réduiraient mécaniquement la croissance du PIB de la zone euro d'environ 1/2 point cette année. Leur effet sur la croissance française serait de -0,6 point en 2011, près d'un tiers de l'effet étant imputable aux ajustements budgétaires conduits dans les autres pays européens.

Cette évaluation suppose l'absence des effets «ricardiens» évoqués ci-dessus, selon lesquels les ménages pourraient compenser, par la baisse de leur taux d'épargne, l'impact restrictif des plans de consolidation budgétaire. S'ils venaient à se matérialiser aujourd'hui, l'impact négatif sur la croissance des pays concernés en serait alors réduit. ■

Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ?

En 2011, les pays européens entrent dans une phase de consolidation budgétaire

Après une forte détérioration de leur situation budgétaire pendant la récession...

Dans la plupart des pays de l'OCDE, la situation des finances publiques s'est nettement dégradée depuis le début de la crise en 2008. Sous l'effet des stabilisateurs automatiques, la récession a en effet mécaniquement diminué les recettes fiscales et augmenté les dépenses sociales, en particulier les dépenses d'indemnisation du chômage. Les plans de relance mis en œuvre pour soutenir l'activité ont également pesé sur le solde budgétaire des pays avancés. Ainsi, dans la zone euro⁽¹⁾, le déficit public augmenterait de 2 % du PIB en 2008 à 6,3 % du PIB en 2010⁽²⁾.

...les pays européens mènent à partir de 2011 des politiques de consolidation

Pour ramener leurs finances publiques sur une trajectoire soutenable, la plupart des pays européens ont décidé de mettre en œuvre, à partir de 2011, des plans de consolidation budgétaire (cf. graphique 1). C'est le cas, dans la zone euro, de l'Allemagne, de la France, de l'Italie, de l'Espagne comme des Pays-Bas. Le Royaume-Uni a également planifié sur les prochaines années un effort budgétaire important. Par ailleurs, certains pays de la zone euro ont été confrontés en 2010 à une crise de leur dette souveraine : les difficultés de financement qu'ils ont alors rencontrées ont pu accélérer leurs efforts d'assainissement. Ainsi la Grèce, l'Irlande, et le Portugal suivent en 2011 une politique budgétaire particulièrement restrictive.

L'évaluation des plans d'ajustement budgétaire repose sur l'addition des mesures annoncées dans les lois de finances nationales

L'évaluation des plans de consolidation budgétaire repose dans ce dossier sur quelques conventions.

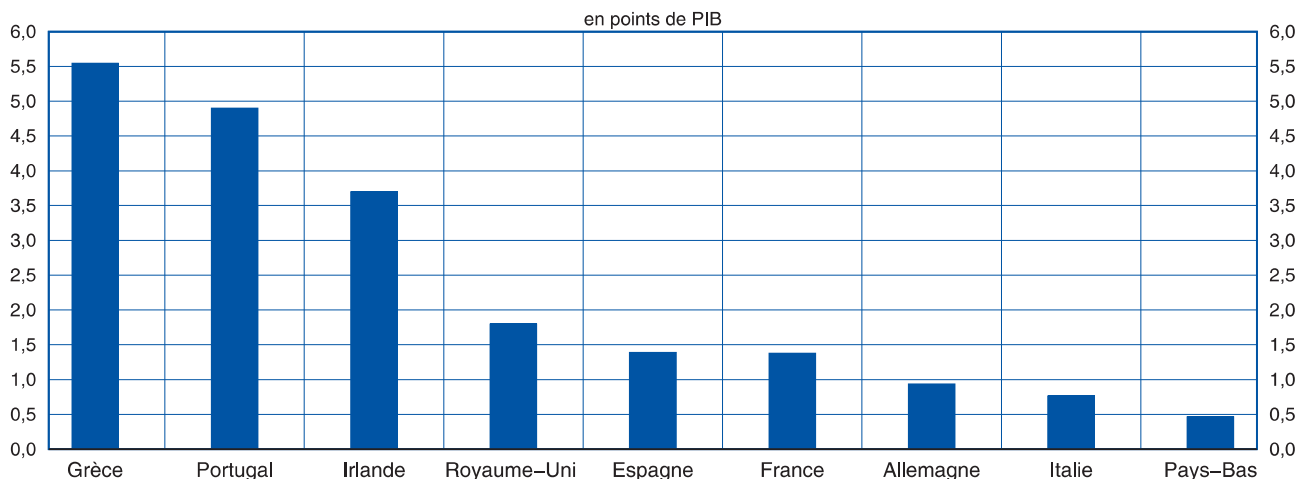
Tout d'abord, l'évaluation de la taille des plans s'appuie sur les projets de loi de finances nationaux⁽³⁾ : on a ainsi retenu les différentes mesures de redressement des finances publiques, telles qu'elles sont présentées dans les lois de finances ; leurs montants ont été classés selon leur nature (en différentes catégories de recettes et de dépenses, cf. *infra*) et additionnés. D'un point de vue macroécono-

(1) Ici et dans la suite du dossier, la « zone euro » se restreint aux onze principaux pays historiques de la zone : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal.

(2) Le déficit pour 2010 est issu des prévisions des Perspectives Économiques de l'OCDE n° 88.

(3) Les plans considérés dans ce dossier sont, pour la zone euro, ceux de l'Allemagne, de la France, de l'Italie, de l'Espagne, des Pays-Bas, du Portugal, de la Grèce et de l'Irlande. Est également prise en compte la politique budgétaire conduite au Royaume-Uni. Les autres plans de consolidation, plus réduits ou d'une importance moindre à l'échelle européenne, n'ont pas été comptabilisés.

1 - Ampleur des plans de consolidation budgétaire en Europe en 2011



Source : Projets de loi de finances nationaux, calcul des auteurs en fonction des annonces de chaque pays

Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ?

mique, une alternative aurait été de retenir directement l'évolution des soldes structurels pour 2011 dans les différents pays européens, calculée par exemple par l'OCDE ou par la Commission Européenne. Cependant, les soldes structurels ne constituent qu'une mesure imparfaite de la véritable impulsion budgétaire (FMI, 2010) ; en outre, au-delà de leur ampleur, la composition-même des plans de consolidation doit être examinée pour évaluer leur impact macroéconomique. En pratique cependant, l'effort budgétaire présenté ici est proche de l'amélioration prévue du solde structurel en 2011.

Ensuite, seules les mesures qui ont un impact additionnel en 2011 sont retenues. En effet, certains pays de la zone euro ont déjà amorcé leur processus d'ajustement budgétaire en 2010, en particulier l'Espagne. Ces mesures ont représenté un effort budgétaire en 2010, mais elles ne sont pas prises en compte ici.

Enfin, la méthode amène à traiter l'arrêt des mesures de relance comme des mesures de consolidation. Le retrait des plans de relance participe en effet en 2011 d'une politique budgétaire globalement plus restrictive.

Pour l'ensemble de la zone euro, un ajustement budgétaire en 2011 d'environ 1,2 point de PIB...

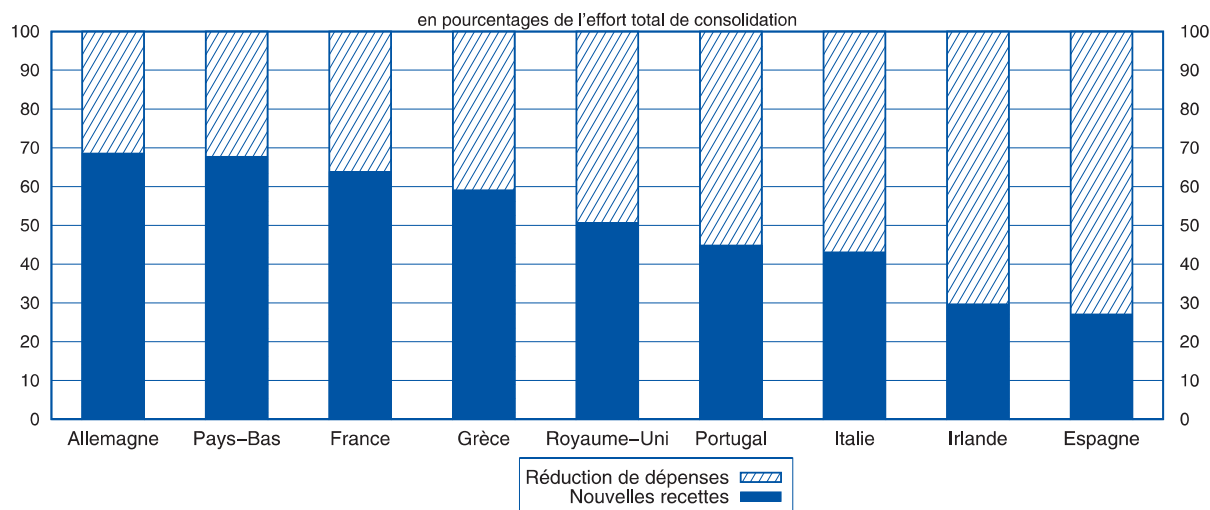
Pour la zone euro dans son ensemble, les mesures de consolidation budgétaire représentent en 2011 un montant d'environ 1,2 point du PIB de la zone. S'y ajoutent les mesures adoptées par le Royaume-Uni, soit environ 1,8 point du PIB britannique. Pour les années suivantes, l'exercice serait plus délicat à réaliser. En effet, les trajectoires pluriannuelles de finances publiques, dans l'ensemble des pays européens, prévoient un redressement continu de la situation des finances publiques à l'horizon de 2013-2014. Mais elles sont inégalement documentées et il est difficile de prolonger le détail des différentes mesures permettant de réaliser cet ajustement. Le dossier est donc centré exclusivement sur les décisions prises pour l'année 2011.

... avec une composition différente selon les pays

Les compositions des plans européens montrent des différences significatives entre pays (cf. graphique 2). Par exemple, l'Allemagne, la Grèce et la France font porter une grande part de l'ajustement budgétaire sur un accroissement des recettes⁽⁴⁾. L'Espagne, l'Irlande ou le Portugal ont plutôt tendance à réduire les dépenses publiques.

(4) Notamment, en France, le contrecoup de la réforme de la taxe professionnelle et la réduction des « niches fiscales ».

2 - Composition des plans de consolidation budgétaire en Europe en 2011



Source : Projets de loi de finances nationales, calcul des auteurs en fonction des annonces de chaque pays

Les ajustements budgétaires ont **généralement** un effet négatif sur l'activité, mais ils mettent en jeu de nombreux mécanismes, antagonistes.

Selon les mécanismes keynésiens « traditionnels », les ajustements budgétaires peuvent faire reculer sensiblement l'activité...

Une contraction de la demande...

À court terme, selon les mécanismes keynésiens, les mesures de consolidation budgétaire freinent la demande globale. Ainsi, une réduction de la consommation ou de l'investissement publics pèse *mécaniquement* sur le PIB. Une réduction des prestations sociales, tout comme une augmentation des impôts ou des cotisations sociales des salariés, entraîne une diminution du revenu disponible des ménages et, en général, de leur consommation. Enfin, une réduction des subventions aux entreprises, ou un renforcement de leur fiscalité, peut affecter la rentabilité des entreprises, qui réduisent alors leurs investissements ou augmentent leurs prix. Dans tous ces cas, le PIB diminue à un horizon de court terme, toutes choses égales par ailleurs.

... amplifiée par les effets multiplicateurs...

La baisse de la demande adressée aux entreprises affecte leur niveau de production, et implique une réduction de l'investissement et de l'emploi. Ceci entraîne une diminution des revenus des ménages et alimente un nouveau recul de la demande adressée aux entreprises, et ainsi de suite : il s'agit du mécanisme de *multiplicateur keynésien*. Son ampleur dépend notablement du levier utilisé pour réduire le déficit. En particulier, l'effet multiplicateur est en général élevé à court terme dans le cas d'une réduction de la consommation publique ou de l'investissement public. Il est un peu plus faible pour les mesures d'ajustement budgétaire qui affectent le revenu des ménages ou encore celles qui pèsent sur les entreprises, car les effets multiplicateurs mettent alors plus de temps à se manifester. À plus long terme cependant, ces mesures ne sont pas équivalentes : les mesures de réduction directe des dépenses courantes auraient peu d'impact sur l'activité, alors que des hausses de fiscalité peuvent par exemple avoir un impact sur l'offre de travail ou le stock de capital, et réduire le potentiel de production (cf. *infra*).

... mais amortie par la baisse des taux d'intérêt et la dépréciation du taux de change.

La baisse de l'activité conduit à une baisse des taux d'intérêt qui s'interprète de deux façons. Elle correspond d'une part à une réduction de la demande de fonds prêtables sur les marchés financiers, puisque le besoin de financement des administrations publiques diminue. D'autre part, elle peut être directement mise en œuvre par la banque centrale si celle-ci lutte contre le recul de l'activité en diminuant ses taux. Un « accompagnement » monétaire des politiques de consolidation budgétaire est donc possible et peut permettre d'atténuer leurs effets négatifs sur l'activité (*éviction par les taux d'intérêt*). Par ailleurs, les plans d'ajustement sont généralement accompagnés d'une dépréciation du taux de change qui soutient l'activité domestique en augmentant les exportations (*éviction extérieure*).

Dans une union monétaire comme la zone euro, où la politique monétaire est conduite au niveau de l'ensemble de la zone, cette réaction de la politique monétaire sera plus importante lorsque les ajustements budgétaires sont conduits de façon coordonnée. En revanche, lorsqu'un plan de consolidation est mené isolément dans un pays, la réaction de politique monétaire et ses effets favorables sur l'activité sont amortis.

Des effets fonction du contexte

Dans le contexte actuel, ces mécanismes amortisseurs pourraient jouer moins fortement. Ils pourraient être contrariés par la faiblesse des taux nominaux actuels : il est en effet difficile d'envisager une politique monétaire beaucoup plus accommodante que celle mise en place depuis le début de la crise financière. En outre, la fixité des taux de change en zone euro, de même que la simultanéité des

plans de consolidation dans de nombreux pays de l'OCDE, risquent de limiter les effets favorables de la dépréciation des taux de change. Les mécanismes « traditionnels » laissent donc penser que l'impact conjugué des plans de consolidation budgétaire dans l'OCDE ou en Europe freinera la croissance des économies avancées en 2011. Cependant, d'autres mécanismes économiques, fondés sur les anticipations des agents, ne pénalisent pas forcément l'activité, et peuvent aboutir au contraire à des effets plutôt expansionnistes des consolidations budgétaires.

...mais certains effets économiques, fondés sur les anticipations des agents, sont plus favorables.

Des effets « non keynésiens » peuvent se manifester

Les effets « non keynésiens » ou même « anti-keynésiens », qui peuvent être observés lors de certains épisodes de consolidation budgétaire, portent majoritairement sur la consommation et l'offre de travail (Alesina et Perotti, 1996). Ces différents effets sont d'ampleur variable selon la nature de la consolidation.

De façon « ricardienne », les ménages peuvent réduire leur taux d'épargne

Il s'agit notamment d'effets liés aux anticipations de baisses d'impôts à venir, dits *effets ricardiens*. Ainsi, face à un effort d'ajustement budgétaire jugé crédible, les ménages anticiperaient une baisse des impôts à venir : ceci leur permettrait de réduire leur épargne dès aujourd'hui, et viendrait soutenir la croissance. Ces anticipations seraient confortées lorsque l'ajustement budgétaire porte sur une réduction des dépenses pouvant être durable et signalant une détermination politique forte⁽⁵⁾. Symétriquement, une situation dégradée des finances publiques peut inciter les ménages à constituer une épargne de précaution, en prévision de futurs ajustements budgétaires. La mise en œuvre d'une stratégie de consolidation budgétaire pourrait donc libérer des marges en matière d'épargne, et réduire ce volant excessif d'épargne de précaution.

Ces effets ricardiens sont dits complets lorsque les effets de la consolidation sont totalement compensés par une baisse de l'épargne privée, laissant inchangé le niveau d'activité. Les études économétriques montrent en général que ces effets sont partiels, mais peuvent être significatifs⁽⁶⁾. Une étude récente de Röhn (2010) évalue la baisse d'épargne privée à 40 % en moyenne du montant de la consolidation budgétaire publique.

Des effets d'offre

La réduction du poids des dépenses publiques dans l'économie peut également avoir des effets expansionnistes si les agents anticipent que la réduction des impôts réduira les distorsions économiques et donc accroîtra la productivité et, *in fine*, le revenu national (Romer, 2006, p.579 et FMI 2010). La stabilisation dans le temps des taux de taxation est également susceptible de minimiser le coût des distorsions économiques.

La composition du plan d'assainissement est enfin importante. Lorsque l'ajustement budgétaire est réalisé par une diminution de la masse salariale publique, ceci a pour conséquence de rediriger l'offre de travail vers le secteur privé, de diminuer les coûts salariaux et donc d'améliorer la compétitivité des entreprises. À

(5) Pour Alesina et Perotti (1996) par exemple, les ajustements budgétaires réalisés par des coupes sur les transferts sociaux et les salaires de la fonction publique, sont plus crédibles que ceux qui reposent sur des coupes dans les dépenses d'investissement car les premières sont souvent jugées plus durables que les secondes.

(6) Les effets *ricardiens* ne seraient pas complets compte tenu, notamment, de l'existence de contraintes de liquidité subies par les ménages (Romer 2006) : certains ménages, qui anticipent une hausse de revenu et aimeraient emprunter pour lisser leur consommation, n'y parviennent pas faute de pouvoir apporter aux banques l'assurance de leur capacité future de remboursement. Selon certains auteurs, les effets *ricardiens* lors d'une consolidation seraient renforcés lorsque la dette publique est élevée, car elle éloigne la possibilité d'une crise (Heylen Everaert, 2000).

l'inverse, une hausse des taxes sur le travail peut conduire à une baisse de l'offre de travail ; selon le mode de formation des salaires, elle peut entraîner une hausse du coût unitaire du travail et peser sur la compétitivité (Alesina et Perotti 1996). Lorsqu'on s'intéresse aux effets d'offre à moyen terme, les ajustements budgétaires assis sur des réductions de dépenses publiques sont habituellement considérés comme plus efficaces que ceux obtenus par des hausses d'impôts (FMI 2010).

Les effets des ajustements budgétaires dépendent aussi de la situation des finances publiques

La situation initiale des finances publiques compte

Les effets traditionnels, keynésiens ou anti-keynésiens, des ajustements budgétaires ont été revisités depuis le début de la crise économique. La plupart des pays de l'OCDE sont en effet sortis de la récession avec des finances publiques dégradées, et un endettement public historiquement très élevé. Pour la zone euro dans son ensemble, le contexte dans lequel est déployé le processus de consolidation budgétaire est donc relativement inédit. Dans ces conditions, l'efficacité d'une stratégie de consolidation budgétaire n'est pas indépendante du contexte dans lequel elle est mise en œuvre : la situation de départ des finances publiques, et les déséquilibres qui se manifestent, doivent être pris en compte.

Quel scénario alternatif ? Une situation dégradée des finances publiques peut avoir un coût en termes de croissance...

Ceci met en évidence une question très importante : celle d'un scénario « alternatif », en l'absence de consolidation budgétaire. Dans le contexte actuel, ce scénario n'est pas forcément indolore en termes de croissance. Les déséquilibres de finances publiques peuvent peser sur la croissance par le biais de la hausse des primes de risque sur les emprunts souverains.

... par la hausse des primes de risque sur les emprunts souverains...

La vision traditionnelle, selon laquelle l'emprunt souverain des pays industrialisés est un actif sans risque, s'est en effet modifiée au sortir de la récession. Lorsque les finances publiques d'un État sont dégradées, sa dette publique peut être perçue comme non soutenable ; dans ce cas, le financement de cette dette publique peut s'effectuer avec une prime de risque significative sur les nouvelles émissions obligataires. La hausse des taux des titres publics renchérit les charges de la dette et alourdit encore le déficit. Dans les situations les plus critiques, elle peut même contraindre l'État à faire défaut sur sa dette par *effet boule de neige*⁽⁷⁾. Une transmission de la crise au secteur privé est alors possible.

... et plus généralement, par la perte de marges de manœuvre dans la gestion du cycle, ou par l'éviction de l'investissement privé.

De façon plus générale, des indices empiriques montrent qu'une dette publique élevée peut avoir des coûts en termes de croissance : Reinhart et Rogoff (2010) indiquent par exemple que sur longue période, un niveau de dette supérieur à 90 points de PIB est généralement associé à une croissance sensiblement plus faible dans les pays développés. Outre la hausse des primes de risque, certains facteurs peuvent expliquer ce phénomène : d'une part, un niveau élevé de dépenses publiques peut évincer l'investissement privé, en canalisant l'offre de fonds prêtables au détriment du secteur privé ; d'autre part, les marges de manœuvre budgétaire peuvent s'amoinrir, et la fonction de stabilisation de l'économie devenir moins efficace : ceci peut engendrer des pertes irréversibles dans les périodes de faible activité prolongée, qui affaiblissent le potentiel de croissance (Champsaur et Cotis, 2010).

Une stratégie de consolidation efficace peut donc diminuer la prime de risque souverain...

À partir de quel seuil la dette publique commence-t-elle à être jugée comme non soutenable ? En pratique, ce seuil est assez imprécis, même si des indicateurs de

(7) C'est ce scénario que les mécanismes d'aide aux pays en difficulté, mis en place en Europe dans le courant de l'année 2010, cherchent à prévenir.

Encadré 1 : Comment appréhender la notion de soutenabilité des finances publiques ?

La *solvabilité* désigne la capacité d'un État à faire face à ses engagements vis-à-vis de ses créanciers. En général, les États souverains sont solvables, car ils possèdent la faculté de lever des impôts : cette capacité à lever l'impôt constitue en quelque sorte un actif financier implicite, en collatéral de la dette levée sur les marchés. En pratique cependant, dans certaines circonstances, des crises de solvabilité peuvent se produire : il existe ainsi dans l'histoire économique des exemples de défauts, totaux ou partiels, d'États souverains. Une *crise de solvabilité* se manifeste en général également par une *crise de liquidité* : à savoir des difficultés, voire une impossibilité pour un État de se financer à des taux d'intérêt non prohibitifs.

La *soutenabilité* des finances publiques est un concept un peu plus large : elle désigne la capacité d'un État à être solvable à tout instant dans le futur, à un horizon plus ou moins lointain. À ce titre, elle intègre une dimension prospective et normative. Il n'existe pas de mesure unique de la soutenabilité des finances publiques, mais des indicateurs permettent de cerner cette notion.

La plupart des indicateurs de soutenabilité partent de la dynamique de la dette, et de l'équation d'accumulation de la dette publique. La variation du ratio de la dette publique au PIB s'écrit ainsi :

$$\Delta d_t = \frac{i_t - \gamma_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1} - p_t \quad (1)$$

où

- d_t est la dette (nette) en points de PIB et $\Delta d_t = d_t - d_{t-1}$
- p_t est le solde primaire en points de PIB, c'est-à-dire le déficit public hors charge d'intérêts de la dette
- γ_t est la croissance du PIB en valeur
- i_t est le taux d'intérêt nominal moyen sur la dette.

On note également

$$p_t^* = \frac{i_t - \gamma_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1}$$

le solde primaire stabilisant, qui permet de stabiliser le ratio de la dette publique. Il dépend du niveau du ratio de dette, et de l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance : ainsi lorsque le taux d'intérêt est supérieur à la croissance économique (ce qui est en général le cas sur longue période), il est nécessaire de dégager un excédent primaire pour stabiliser le ratio de dette, excédent d'autant plus important que ce ratio de dette est élevé.

En pratique, l'écart courant entre le solde primaire et le solde primaire stabilisant, qui donne un signal sur la dynamique de la

dette publique, constitue le premier indicateur de soutenabilité des finances publiques.

Il s'agit cependant d'un indicateur instantané, qui ne prend pas en compte d'éléments prospectifs sur les finances publiques. Ceci peut constituer une limite, notamment en Europe où le vieillissement démographique va engendrer une hausse des dépenses sociales dans les années à venir. La Commission Européenne a ainsi développé d'autres indicateurs de soutenabilité, pour prendre en compte les facteurs démographiques (Commission Européenne, 2009).

Même s'il est relativement fruste, l'écart au solde stabilisant permet d'illustrer le coût à retarder l'ajustement des finances publiques : plus le ratio de dette s'accroît, plus il faut dégager d'excédents primaires pour le stabiliser ou permettre d'amorcer sa décade. Avec en particulier des hausses plus importantes de prélèvements ou des réductions plus drastiques de la dépense publique.

Koutsogeorgopoulou et Turner (2007) illustrent également les coûts à retarder un assainissement budgétaire. Reporter les efforts de consolidation augmente, toutes choses égales par ailleurs, la dette publique, ce qui augmente la prime de risque souverain (*spread*). Si l'on inclut une telle prime de risque dans l'équation (1), de sorte que le taux d'intérêt servi sur la dette soit de la forme $i_t = i_{0t} + s_t$, où le *spread* s_t croît avec le niveau de dette publique, alors le solde primaire stabilisant devient :

$$p_t^* = \frac{s_t + i_{0t} - \gamma_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1}$$

et croît non linéairement avec la dette.

Ce surcoût est appelé « poids mort de la dette » : dans cette situation, stabiliser simplement le ratio de la dette publique au PIB implique un effort sur la balance primaire croissant fortement avec le niveau de la dette. Cette situation est encore plus difficile à renverser si l'on cherche non pas simplement à stabiliser la dette en points de PIB, mais de plus à revenir à un niveau de dette donné, comme par exemple la cible de 60 % figurant dans les traités européens.

Les résultats empiriques obtenus dans ce dossier (cf. *infra*) montrent qu'un point de dette supplémentaire au-delà de 100 points de PIB peut entraîner une augmentation du *spread* d'environ 8 points de base. Si l'on prend pour exemple l'Italie, une telle augmentation du *spread* impliquerait un accroissement du service de la dette et donc du « poids mort » d'environ 2 %. Le service de la dette représenté à l'heure actuelle un dixième du montant total des recettes publiques, si bien que pour compenser ce poids, une hausse proche de 0,2 % des recettes publiques serait nécessaire pour rétablir le solde budgétaire. ■

soutenabilité existent (cf. encadré 1). Des tensions sur la dette souveraine se sont ainsi manifestées dans certains États-membres de la zone euro au cours de l'année 2010. Dans un contexte de déséquilibre de finances publiques, les ajustements budgétaires peuvent donc permettre une détente des primes de risque. Ainsi, ils font baisser les taux d'intérêt à la fois par le recul de la demande de fonds prêtables, et par la réduction de la prime de risque souverain. Leurs effets négatifs sur l'activité peuvent donc être atténués.

..., réduire également l'incertitude...

Par ailleurs, l'augmentation des primes de risque sur les titres souverains accroît l'incertitude sur les marchés financiers en général, et pourrait être à l'origine d'une augmentation des primes de risque payées par les investisseurs privés (Cottarelli et al., 2010). Elle pourrait également avoir des répercussions sur le comportement des ménages et des entreprises, dans la mesure où elle incite à l'épargne de précaution (Romer, 2006, p.579). De même, l'incertitude sur la composition de l'ajustement budgétaire anticipé peut induire une épargne de précaution supplémentaire. Un assainissement des finances publiques pourrait donc permettre de réduire l'incertitude, de restaurer la « confiance » des ménages et des investisseurs, et de soutenir la consommation et l'investissement privés.

... et peut générer de effets de richesse positifs

La littérature économique (Ardagna (2009), Heylen Everaert (2000)) souligne également l'effet de richesse pouvant résulter d'une diminution des primes de risque sur les marchés financiers : la baisse des taux d'intérêt devrait augmenter les prix d'actifs et donc la richesse des ménages, ce qui peut relancer leur consommation par effet de richesse⁽⁸⁾. Globalement, un plan de consolidation peut donc être moins pénalisant en période de risque de défaut souverain (FMI 2010).

Un tel scénario contrefactuel pour l'ensemble de la zone euro, qui combinerait hausse des coûts de financement et accroissement de l'incertitude, est évidemment difficile à élaborer et à calibrer dans les modèles macroéconomiques habituels, qui sont bâtis largement sur des mécanismes keynésiens. On essaie cependant dans la suite de quantifier de façon économétrique la relation entre situation des finances publiques et prime de risque pour l'ensemble des États-membres de la zone euro. On réalise ensuite l'évaluation de l'impact à partir du modèle macroéconomique NiGEM, en injectant ces relations dans le modèle pour tenir compte explicitement des effets de prime de risque.

Quels sont les déterminants des primes de risque sur les obligations souveraines en Europe ?

Écartement des primes de risque dans la zone euro en 2010

Dans la zone euro, les primes de risque exigées par les prêteurs sur les titres souverains sont matérialisées par l'écart, ou « spread », entre les taux longs publics des différents pays de la zone euro et celui de l'Allemagne, jugé « sans risque ». Au cours de l'année 2010, l'éventail des spreads s'est fortement élargi, avec no-

(8) Les effets de richesse sont connus pour être faibles en France (Aviat et al, 2007), mais pourraient être plus élevés dans d'autres pays européens. Voir par exemple le résumé de Philip Davis (2010).

Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ?

tamment une forte hausse des primes de risque en Grèce, en Irlande ou au Portugal (cf. graphique 3). Dans cette partie, on cherche à identifier les déterminants économiques des primes de risque, et à quantifier leurs effets au travers d'estimations économétriques. L'encadré 2 présente de manière détaillée la méthodologie retenue et les résultats des estimations.

Deux types de primes de risque sur les titres souverains

Pour chaque État-membre de la zone euro, la prime de risque sur ses taux publics comporte deux primes de risque différentes :

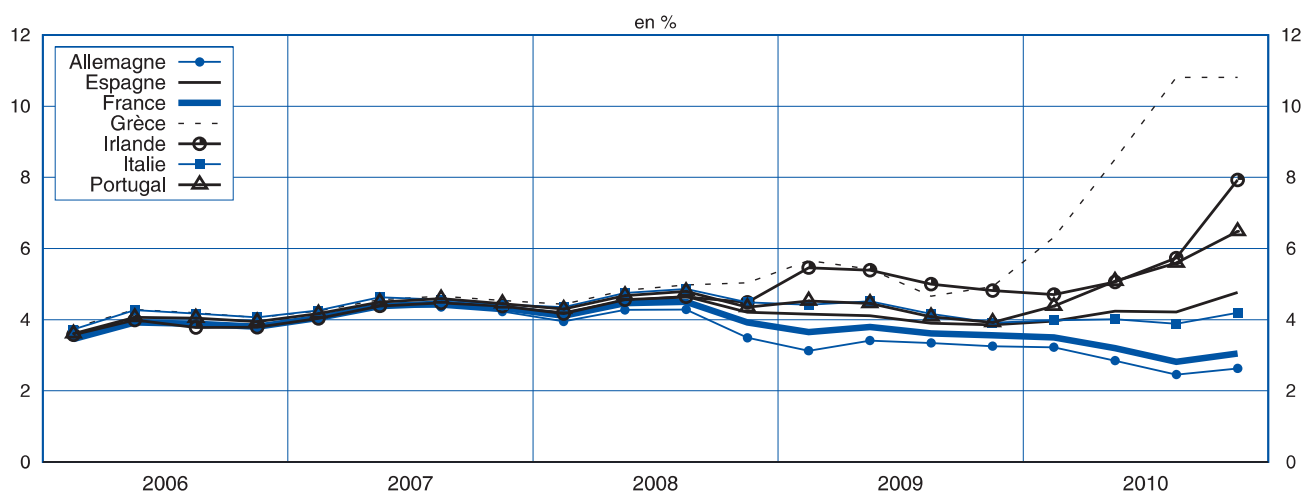
- la prime de *risque de liquidité* : lorsque la taille du marché de la dette d'un pays est importante, il est plus facile pour un investisseur d'acheter ou vendre des titres de dette compte tenu du nombre d'acteurs présents sur ce marché. Ce dernier est donc moins confronté au risque de ne pas trouver d'acheteur lorsqu'il souhaite vendre des titres de dette, ce qui fait diminuer la prime de risque de liquidité. De facto, les effets de taille des marchés sont confirmés par les estimations empiriques, les grands pays émettant des obligations plus liquides acquittant une plus faible prime de liquidité. À l'inverse, les pays de petite taille attirent moins facilement les prêteurs à cause de la plus faible liquidité de leurs émissions.

- la prime de *risque de défaut souverain* : les investisseurs peuvent exiger une prime pour couvrir un éventuel risque de défaut d'un État. Cette prime augmente avec la probabilité de défaut estimée par les prêteurs. Dans les estimations réalisées, les effets sur la prime de risque de défaut sont captés par deux groupes de variables : d'une part des critères sur la situation des finances publiques ; d'autre part, des critères plus généraux de déséquilibres, incluant le secteur privé (cf. encadré 2).

Niveau de la dette publique : des effets de seuil

S'agissant de l'effet des finances publiques, l'estimation économétrique met en exergue deux types de facteurs : interviennent à la fois la dette publique en niveau, et son évolution au travers d'un indicateur de solde stabilisant. Plus précisément, le niveau de la dette publique influe sur les primes de risque, mais avec un effet de seuil : lorsque la dette est inférieure à 100 points de PIB, l'effet sur le *spread* d'un point de PIB de dette supplémentaire serait faible, autour d'un point de base. En revanche, lorsque la dette dépasse 100 points de PIB, l'effet marginal serait d'environ 7 à 8 points de base.

3 - Taux souverains à 10 ans en zone euro



Note de lecture : le graphique représente les taux d'intérêt des obligations publiques à 10 ans. Pour chaque État-membre de la zone euro, la prime de risque sur les titres publics, ou « *spread* », est représentée par l'écart entre le taux d'intérêt du pays et le taux d'intérêt de l'Allemagne.
Source : Datansight, Banques centrales nationales, OCDE

Les déficits publics : un indicateur de soutenabilité

L'analyse empirique confirme également la pertinence d'un indicateur de soutenabilité (cf. encadré 1). Ainsi, le déficit public ne provoquerait une augmentation du *spread* que dans la mesure où il serait suffisamment important pour que la dette s'accumule au-delà de 100 points de PIB. Une référence implicite robuste semble en effet être le solde stabilisant la dette nette publique à 100 points de PIB. Dans l'analyse empirique effectuée, le déficit ne joue qu'au travers de l'écart avec cette référence. Ainsi, les pays dont la croissance est faible ou dont le déficit est élevé ont davantage de difficultés à stabiliser le niveau de leur dette publique. Toutes choses égales par ailleurs, ils paient donc une prime de risque souverain plus élevée. Ceci posé, pour une croissance en valeur donnée, un point de PIB de déficit supplémentaire entraînerait une augmentation d'environ 4 à 5 points de base du *spread* (cf. encadré 2, tableau 2).

Les déséquilibres privés ont également une influence

Par ailleurs, des indicateurs de déséquilibres courants, incluant le secteur privé, ont été testés : l'analyse empirique confirme la sensibilité des primes de risque à de tels indicateurs. Par exemple, 1 point de PIB de désépargne du secteur privé conduirait à un accroissement des *spreads* d'environ 2 points de base.

Ces résultats permettent de mieux comprendre les développements récents des *spreads* européens. Ils expliquent en effet, en partie, les écarts observés entre les pays de la zone euro depuis le début de la crise financière et la résurgence du risque souverain.

En France et en Italie, ces déterminants économiques expliquent bien l'évolution des spreads depuis le début de la crise

Les *spreads* observés sur la période 2008T1-2010T3 entre l'Allemagne et les autres grands pays de la zone euro (cf. graphiques 4 à 7) s'expliquent différemment selon les caractéristiques de ces pays. Par exemple, le *spread* de l'Italie provient surtout du niveau élevé de sa dette, notamment parce que celle-ci excède 100 points de PIB. Il reste toutefois contenu grâce à la bonne liquidité du marché de la dette italienne. La France bénéficie d'effets de liquidité comparables à l'Italie, mais aussi d'un niveau de dette moins élevé. Pendant la crise en revanche, les effets de déficit ont joué plus fortement à la hausse sur la prime de risque française, car l'augmentation du déficit public a été plus élevée. En France et en Italie, les déterminants des primes de risque permettent de retracer très correctement leur évolution, y compris en 2010 pendant la crise des dettes souveraines.

Une part d'inexpliqué dans des pays comme l'Espagne, et plus encore la Grèce

L'Espagne est entrée dans la crise avec un niveau de dette publique moins élevée qu'en France et qu'en Italie, mais la détérioration de la soutenabilité des finances publiques a beaucoup contribué à la hausse des *spreads* à partir de mi-2008. Cependant, depuis le deuxième trimestre 2010, près de la moitié de la hausse des *spreads* espagnols reste inexpliquée, au regard de leurs déterminants économiques. Il est vrai que le modèle ne capte pas la possibilité d'une perte massive et soudaine de confiance comme ont pu en connaître la Grèce ou l'Irlande, pays qui ont bénéficié des mécanismes de solidarité instaurés entre les pays de la zone euro. Pour la Grèce en particulier, une part très importante de la hausse de la prime de risque en 2010 est ainsi inexpliquée par le modèle.

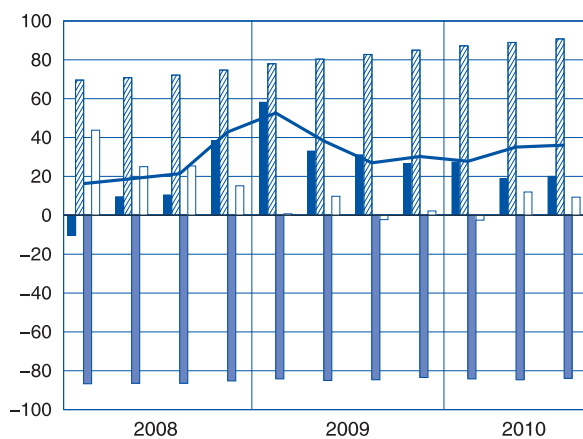
Dans la suite, on évalue l'impact des ajustements budgétaires dans la zone euro en incorporant ces déterminants des primes de risque dans le modèle macroéconomique NiGEM. Pour un même effort d'ajustement budgétaire, l'impact sur le *spread* de taux long va donc différer selon la situation économique et budgétaire des différents pays de la zone euro.

Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ?

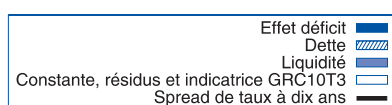
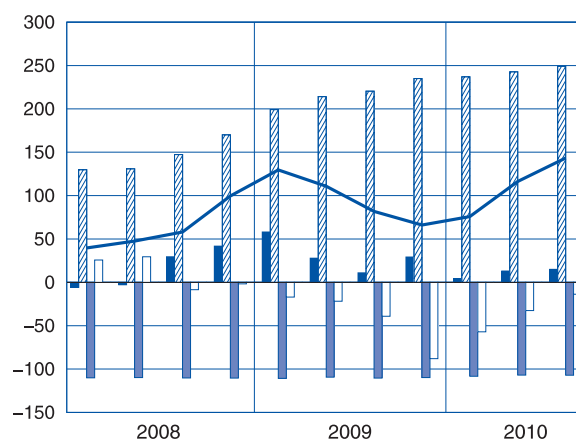
Graphiques 4 à 7 - Contributions du déficit, de la dette et de la liquidité aux spreads des taux publics à dix ans par rapport à l'Allemagne, de la France, de l'Italie, de l'Espagne et de la Grèce

en points de base

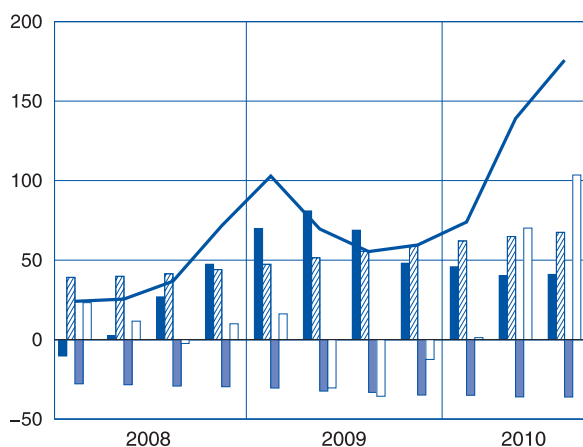
4 - France



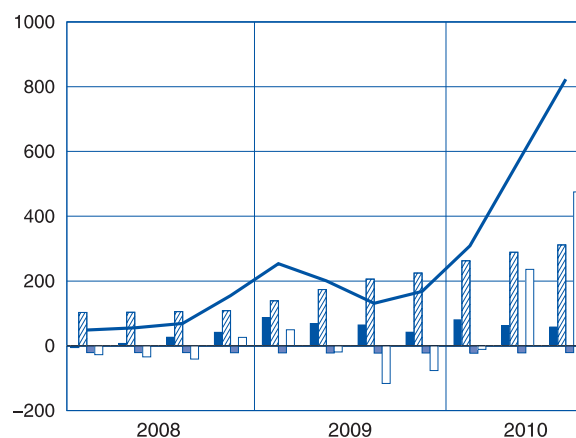
5 - Italie



6 - Espagne



7 - Grèce



Source : calculs des auteurs, selon l'équation 1 du tableau 2, encadré 2

Encadré 2 : Estimation des déterminants des spreads

On s'intéresse ici aux écarts de taux longs publics au sein de la zone euro. Cela permet notamment d'éliminer les déterminants des *spreads* liés à des risques de dévaluation d'une monnaie par rapport à une autre (risque de taux de change, risque de différentiel d'inflation) qui interviennent habituellement en dehors d'une union monétaire (Haugh et al., 2009). Des régressions de panel sont utilisées sur données trimestrielles pour dix pays de la zone euro (les dix pays considérés sont l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, les Pays-Bas et le Portugal).

Pour comprendre les divergences des *spreads* de taux longs publics observées depuis 2008, il est nécessaire de retenir un indicateur de liquidité des marchés de la dette publique ainsi que des déterminants du risque de défaut souverain

- Pour capter la prime de risque de liquidité, on retient pour indicateur de liquidité la part du pays dans la dette souveraine totale en euros échangée sur les marchés financiers.
- S'agissant de la probabilité perçue de défaut, on teste un ensemble de variables concernant la situation des finances

publiques, éventuellement complétées par des informations sur l'endettement privé.

La définition des variables utilisées est précisée dans le tableau suivant (cf. *tableau 1*).

L'utilisation de Gap100 pour capter l'effet de la situation courante des finances publiques est légitimée par le fait que si l'on ajoute le déficit ou le solde stabilisant dans les équations du *tableau 2*, ni l'un ni l'autre ne sont significatifs avec robustesse. Les résultats ne sont pas modifiés en utilisant une matrice de variance-covariance robuste à l'auto-corrélation ou une matrice robuste à une corrélation entre les résidus de différents pays à chaque date. Ils ne sont pas non plus modifiés par l'introduction d'effets fixes pour chaque trimestre. L'utilisation de régressions quantiles pour la médiane, moins sensibles aux observations extrêmes que les moindres carrés, donne aussi des résultats très similaires, bien que les effets trouvés sur la dette et le risque de liquidité soient légèrement réduits. Différents types de procédures de moindres carrés quasi généralisés fournissent encore des résultats très proches, de même que l'utilisation d'un échantillon commençant en 2005. À l'inverse, l'introduction directe de di-

Tableau 1

Définitions des variables explicatives des spreads de taux

Variable	Définition	Source
SPR10 ^a	Spread à 10 ans : écart entre le taux d'intérêt à 10 ans des obligations nationales et des obligations de l'Allemagne, en points de taux	Datinsight, Banques Centrales nationales, OCDE
Dette	Dette publique au sens de Maastricht, en points de PIB	OCDE
Gap100	Différence entre le solde budgétaire des administrations publiques et le solde budgétaire stabilisant la dette nette à 100 points de PIB, en points de PIB	OCDE
Liq	Part des émissions de dette à long-terme du pays dans le total de la dette souveraine à long-terme de la zone euro négociable sur les marchés, en %	BCE
ServDette	Rapport du service de la dette aux recettes publiques totales, en %	OCDE
BC	Balance courante, situation au premier trimestre 2008, en points de PIB	OCDE
BCPrivé	Part de la balance courante associée au secteur privé, situation au premier trimestre 2008, en points de PIB ^b	OCDE, Eurostat, Calculs des auteurs
Indicatrice_consolidation	Variable binaire correspondant à la capacité d'un État à diminuer significativement son déficit après un épisode de crise budgétaire ^c	OCDE, Calculs des auteurs
Indicatrice_BCprivé	Variable binaire égale à 1 si l'accumulation depuis 2000 des comptes courants associés au secteur privé est positive, 0 sinon ^d	OCDE, Eurostat, Calculs des auteurs
GRC10T3	Variable binaire captant le spread de la Grèce au troisième trimestre 2010	

a. Certaines données annuelles ont été trimestrialisées. Ce n'est toutefois pas le cas du PIB. Toutes les données figurent en rythme annuel pour être plus facilement interprétables.

b. Égal à la balance courante moins l'épargne publique plus l'investissement public.

c. Cette variable est utilisée dans Haugh et al. (2009). Elle vaut zéro dans les pays pour lesquels on peut observer un historique de déficits soutenus sans observer un large épisode de consolidation. Concrètement, cette variable vaut 1 pour tous les pays de la zone euro sauf l'Italie, la Grèce et le Portugal, où elle vaut 0.

d. C'est le cas de la Grèce, de l'Irlande, de l'Espagne et du Portugal

Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ?

vers postes particuliers de dépenses ou de recettes publiques détaillant les politiques économiques ne s'est généralement pas avéré robuste. Divers indicateurs démographiques quant à la soutenabilité des dépenses de retraites ont aussi été incorporés dans les régressions, sans fournir de résultat robuste. La rupture dans l'effet marginal de la dette est trouvée à 100 points en suivant la méthode suivante :

- le seuil de 60 points a d'abord été essayé, sans s'avérer significatif,

- puis le seuil a été relevé successivement de 10 points jusqu'au premier seuil significatif de façon robuste, à 100 points.

Il est enfin important de préciser que ces régressions ne captent que partiellement les écarts de *spread* très importants entre l'Allemagne et les pays ayant accepté le plan d'aide internationale (Grèce, Irlande). Ce type de modèle linéaire est en effet inadapté pour capter une perte de confiance soudaine des marchés financiers dans la capacité des États à assurer le remboursement de leur dette. ■

Tableau 2

Résultats empiriques : Variable expliquée : SPR10a

	Eq1	Eq2	Eq3	Eq4	Eq5	Eq6
Constante	-0,060 (0,147)	0,010 (0,139)	-0,033 (0,128)	-0,163 (0,143)	0,036 (0,130)	0,085 (0,157)
Gap100	-0,046*** (0,005)	-0,043*** (0,005)	-0,030*** (0,004)	-0,037*** (0,005)	-0,069*** (0,015)	-0,042*** (0,009)
Dette	0,011*** (0,003)	0,001 (0,004)	0,010*** (0,002)	0,012*** (0,003)	0,009*** (0,002)	0,011*** (0,002)
(Dette-100)*1 _(Dette>100)	0,069** (0,030)	0,062** (0,030)	0,059** (0,029)	0,064** (0,030)	0,059* (0,031)	0,060** (0,030)
ServDette		0,094** (0,039)				
BC			-0,012 (0,008)			
BCPrivé				-0,020* (0,011)		
BC*Gap100			0,002*** (0,001)			
BCPrivé*Gap100				0,002 (0,001)		
Indicatrice_BCprivé						-0,313** (0,145)
Indicatrice_consolidation*Gap100					0,027 (0,016)	
Indicatrice_BCprivé*Gap100						0,021** (0,010)
Liq	-0,042*** (0,010)	-0,035*** (0,010)	-0,035*** (0,010)	-0,041*** (0,010)	-0,037*** (0,010)	-0,030*** (0,009)
GRC10T3	4,827*** (0,706)	4,873*** (0,717)	4,814*** (0,706)	4,836*** (0,714)	4,910*** (0,722)	4,829*** (0,715)
Nobs	110	110	110	110	110	110
Période	2008T1 à 2010T3	2008T1 à 2010T3	2008T1 à 2010T3	2008T1 à 2010T3	2008T1 à 2010T3	2008T1 à 2010T3
R ²	0,766	0,776	0,792	0,783	0,772	0,795
SE	0,535	0,527	0,509	0,521	0,531	0,506
BIC	1,789	1,789	1,754	1,799	1,805	1,743

Source : Calculs des auteurs (méthode des moindres carrés ordinaires) ; écarts types robustes entre parenthèses ; ***, ** et * dénotent respectivement un coefficient significatif au seuil de 1%, 5%, 10%.

Une évaluation de l'impact des plans de consolidation en Europe

Le modèle multinational NiGEM permet de prendre en compte plusieurs mécanismes, mais il est de facture essentiellement keynésienne

Des mécanismes keynésiens à court terme

On utilise le modèle macroéconomique NiGEM, du National Institute of Economic and Social Research (NIESR), pour évaluer l'impact des plans de consolidation en Europe, en se concentrant sur les mesures décidées pour 2011. Ce modèle prend essentiellement en compte l'impact mécanique « keynésien » des plans, via leur impact à court terme sur la demande, et permet de distinguer une consolidation passant par une réduction de la dépense publique ou par une augmentation des recettes, affectant les ménages ou les entreprises, composantes pour lesquelles les effets multiplicateurs peuvent différer (cf. *annexe méthodologique*).

Le modèle prend également en compte les impacts transfrontaliers des plans d'ajustement budgétaire via le commerce entre les différents pays européens : une politique budgétaire restrictive dans un pays pèse sur sa demande, ses importations et donc la demande adressée aux autres pays européens.

Cependant, le modèle ne comporte pas certains autres effets, « anti-keynésiens », évoqués précédemment. Même si de tels comportements ont peu été mis en évidence pour l'Europe sur le passé, le caractère inédit de la situation des finances publiques européennes pourrait induire une modification des comportements de la part des agents privés.

Prise en compte des canaux financiers : réaction des taux d'intérêt, du taux de change, des effets de « spreads »

Le modèle intègre également la réaction de la Banque Centrale Européenne (BCE) et de la Bank of England (BoE) aux plans d'ajustement, à travers une réduction des taux d'intérêt directeurs qui vient soutenir l'activité. Une dépréciation du taux de change peut également intervenir. Enfin on introduit un *spread* de risque souverain dans la dynamique des taux longs publics, qui diminue avec la mise en œuvre des politiques de consolidation budgétaire. Son effet sur le PIB est toutefois modeste à l'horizon considéré ici.

Un scénario « alternatif » relativement indolore pour les économies européennes

Le scénario « alternatif », où les efforts de consolidation budgétaire n'auraient pas lieu, n'inclut pas de tensions financières majeures. L'impact des plans d'ajustement présenté dans ce dossier se mesure donc par rapport à une situation où une dérive de la dette serait relativement indolore pour l'économie, à l'instar de ce qui a pu être observé pendant la période de « grande modération » qui a précédé la crise financière. Seuls sont intégrés les effets « mécaniques », éventuellement non linéaires, sur les coûts de financement des dettes publiques, qui sont reliés à la situation économique et budgétaire de chaque pays, en cohérence avec les estimations empiriques présentées précédemment (cf. *supra*). L'absence de consolidation pourrait cependant, dans le contexte actuel, s'avérer plus coûteuse que ce qui est envisagé ici. Ce serait le cas si les hausses de primes de risque étaient plus marquées que celles prédites par les modèles estimés, à l'instar de ce qui a été observé dans certains pays d'Europe en 2010, ou si des tensions financières majeures apparaissaient et se répercutaient sur le financement des agents privés via le système bancaire.

Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ?

Les plans de consolidation auraient un impact négatif sur l'activité en Europe...

Une perte d'activité de l'ordre d'1/2 point de PIB en zone euro en 2011

L'évaluation est centrée sur l'année 2011, mais elle est également envisagée sur une fenêtre de 5 ans, pour illustrer les effets transitant par les différents canaux. En 2011, dans l'ensemble de la zone euro, les plans de consolidation budgétaire pèseraient sur l'activité à hauteur d'environ 1/2 point de PIB (cf. tableau 1). Leur impact serait relativement homogène d'un pays à l'autre. En France, les mesures d'ajustement auraient un impact négatif sur le PIB, de -0,6 point en 2011.

Des effets transfrontaliers

Dans chaque pays, la baisse relative de l'activité s'explique à la fois par les mesures d'ajustement domestiques, et aussi par l'importation d'effets liés aux stratégies de consolidation des pays voisins, par le biais du commerce international. En France notamment, les plans de consolidation budgétaire dans le reste de l'Europe pèseraient sur l'activité à hauteur d'environ 0,2 point de PIB en 2011.

Le Royaume-Uni serait particulièrement affecté à court terme par une consolidation de grande ampleur

Le Royaume-Uni, qui prévoit de mettre en place un plan particulièrement restrictif, verrait son activité freinée d'environ 0,8 point de PIB en 2011, par rapport à un scénario sans consolidation. L'impact sur le PIB se modérerait cependant dès l'année suivante sous l'effet de la réaction progressive des taux d'intérêt directeurs.

...malgré la réaction de la BCE et de la BoE

La réaction des banques centrales atténuerait l'impact négatif des plans de consolidation

Cette évaluation des plans de consolidation prend en effet en compte la réaction de la BCE et de la BoE, qui mèneraient une politique plus accommodante que dans le scénario sans consolidation budgétaire, afin de soutenir l'activité⁽⁹⁾. Une baisse des taux de change de l'euro et de la livre, comparé au scénario sans ajustement budgétaire, accompagnerait celle des taux directeurs (afin de respecter la *parité non couverte des taux d'intérêt*), avec un impact positif sur la balance commerciale et, *in fine*, sur le PIB.

Faiblement modifiés en 2011 en réponse à l'ajustement budgétaire⁽¹⁰⁾, les taux d'intérêt directeurs de la BCE le seraient davantage par la suite. À partir de 2012, les taux directeurs de la BCE seraient ainsi plus bas, comparé au scénario sans consolidation, d'environ 50 points de base (pb). En France, les taux longs seraient également plus faibles, toujours par rapport au scénario sans consolidation, de plus de 30 pb à l'horizon de cinq ans, grâce à la transmission progressive

(9) Cette politique monétaire plus accommodante est possible car, dans le scénario sans ajustement budgétaire, les taux directeurs remonteraient progressivement, en lien notamment avec la poursuite de la reprise économique et l'apparition de tensions sur les prix des matières premières.

(10) La BCE réagirait en effet aux augmentations des impôts indirects, notamment de la TVA en Espagne, qui aurait un impact légèrement inflationniste sur l'ensemble de la zone euro.

Tableau 1
Effet total des plans européens sur le PIB en 2011
en % du PIB

	Effet sur le PIB	dont : effet de commerce extérieur dû aux plans étrangers
Allemagne	-0,4%	-0,2%
Espagne	-0,6%	-0,1%
France	-0,6%	-0,2%
Italie	-0,4%	-0,1%
Zone euro	-0,6%	0,0%
Royaume-Uni	-0,8%	-0,2%

Source : calculs des auteurs à partir du modèle NiGEM

Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ?

de la baisse des taux directeurs et à une légère réduction du *spread* sur la dette souveraine française, à hauteur de 10 pb à cet horizon (cf. tableau 2).

Le décalage vers le bas des taux directeurs des différentes banques centrales influencerait de façon significative sur les trajectoires du PIB. Son effet serait marginal en 2011 mais à un horizon de cinq ans, cette réaction des taux directeurs compenserait l'impact négatif des plans d'ajustement budgétaire à hauteur de 0,7 point de PIB en zone euro, en incluant l'effet de la variation induite du taux de change ; l'effet de la politique monétaire serait analogue en France et dans les autres pays étudiés ici (cf. graphiques 8 à 13). *A contrario*, la réaction favorable du *spread* aurait un effet modeste sur le PIB, surtout à court terme. Par ailleurs, celle des taux longs contribuerait à la réduction du ratio de la dette publique au PIB dans l'ensemble des pays européens, via la réduction des charges d'intérêts (cf. encadré 3).

Contrairement à la situation en zone euro, la BoE ferait face en 2011 à un important surcroît d'inflation dû à la hausse de la TVA au Royaume-Uni. Toutefois, la position actuellement exprimée par la BoE est que ce choc est de nature temporaire, et n'appelle pas de réaction de la politique monétaire au Royaume-Uni⁽¹¹⁾. La BoE tempèrerait ensuite l'effet de la consolidation en baissant fortement ses taux directeurs, par rapport à un scénario sans ajustement des finances publiques. Cette baisse se transmettrait rapidement aux taux longs selon le modèle, puis à l'économie britannique, traditionnellement réactive à l'amélioration des conditions financières. À un horizon de cinq ans, la réaction de la politique monétaire amortirait considérablement l'effet négatif mécanique du plan de consolidation britannique, à hauteur de plus d'un point (cf. graphique 14).

Ces effets amortisseurs au Royaume-Uni dépendent de la décision de la BoE

Selon le FMI (FMI, 2010), les plans de consolidation assis sur des hausses d'impôts indirects auraient eu, en moyenne par le passé, un effet particulièrement négatif sur l'activité. Ce type de mesure entraîne en effet un dilemme pour les banques centrales, qui se trouvent partagées entre l'objectif de contrer la baisse de l'activité et celui de lutter contre la hausse des prix. Généralement sur le passé, les banques centrales auraient eu une politique restrictive face à des relèvements d'impôts indirects.

Si la BoE choisissait ainsi d'augmenter ses taux directeurs en 2011, en réponse au choc de TVA, l'effet négatif des plans de consolidation sur le PIB du Royaume-Uni serait initialement plus fort. Contrairement au scénario principal présenté ci-dessus, les taux directeurs de la Banque d'Angleterre suivraient le re-

(11) Actuellement, la majorité du comité de politique monétaire de la BoE considère l'impact de la hausse de TVA sur l'inflation comme étant temporaire, ne nécessitant donc pas de hausse des taux directeurs.

Tableau 2
Effets de la consolidation sur les taux directeurs de la BCE et de la BoE et sur les taux longs publics de la France et du Royaume-Uni
en points de base

	Taux directeur BCE	Taux long France	dont baisse du spread	Taux directeur BoE	Taux long Royaume-Uni
2011	3	-1	-2	-11	-6
2012	-43	-15	-3	-53	-47
2013	-54	-23	-4	-18	-25
2014	-52	-29	-6	-36	-31
2015	-45	-33	-8	-33	-35
2016	-35	-36	-10	-20	-22

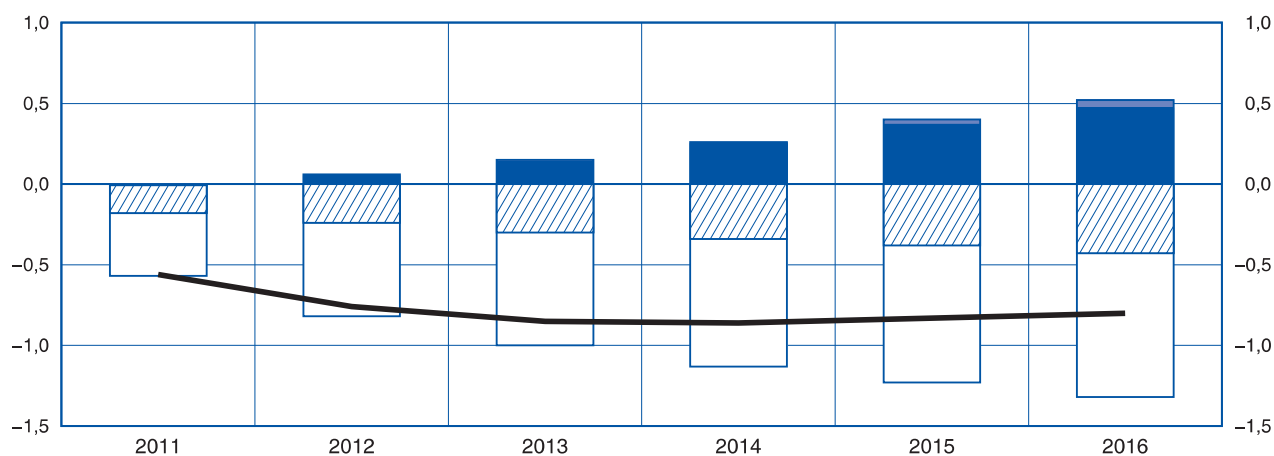
Source : calculs des auteurs à partir du modèle NiGEM

Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ?

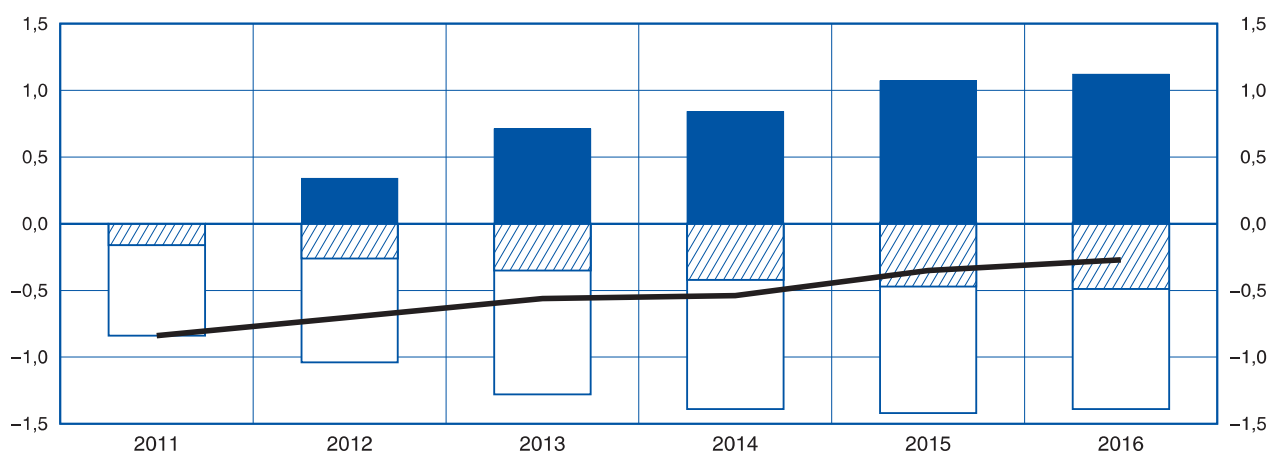
Graphiques 8 à 13 - Effets des plans d'ajustement sur le PIB

effets en % du PIB

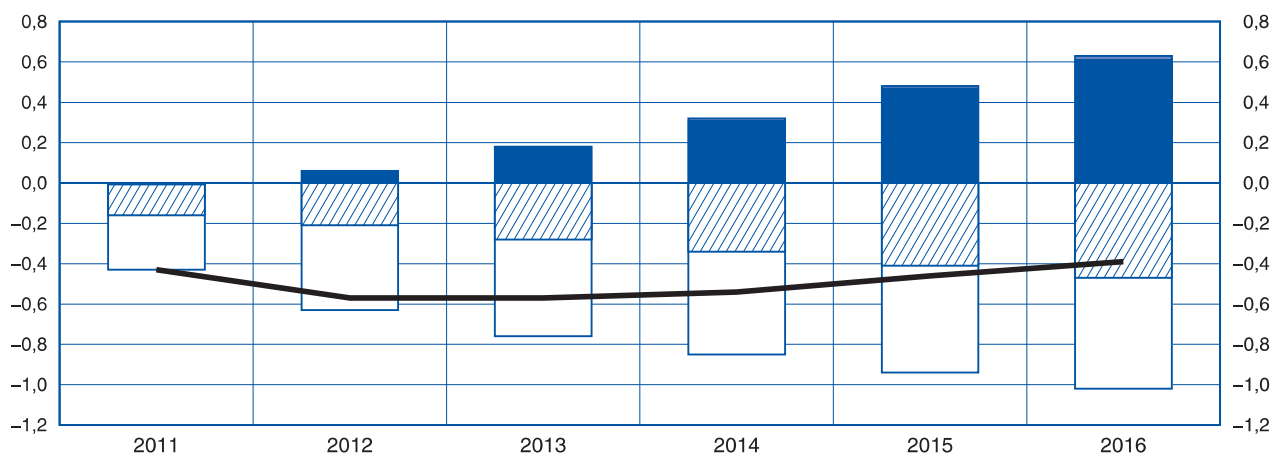
8 - France



9 - Royaume-Uni

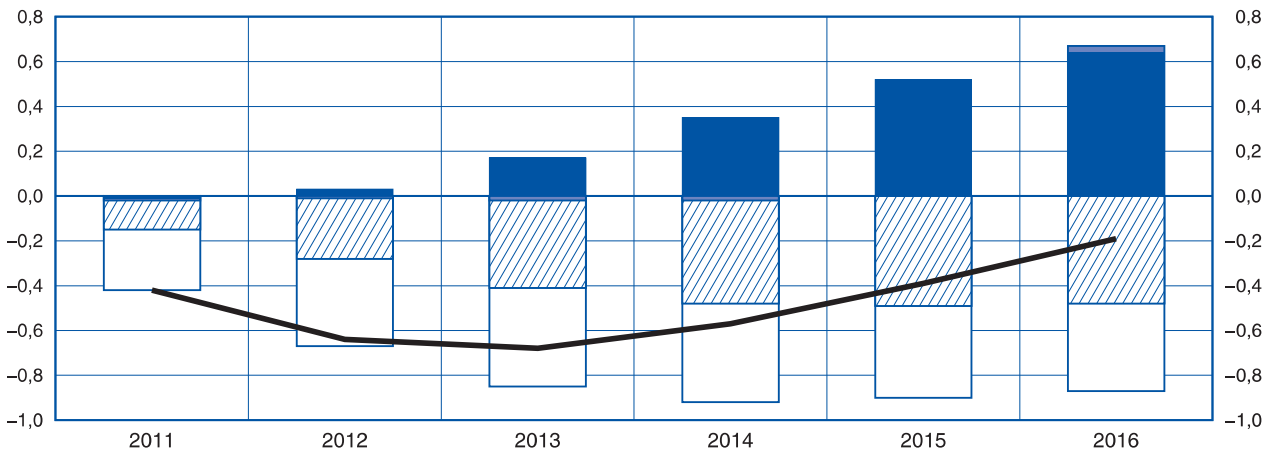


10 - Allemagne

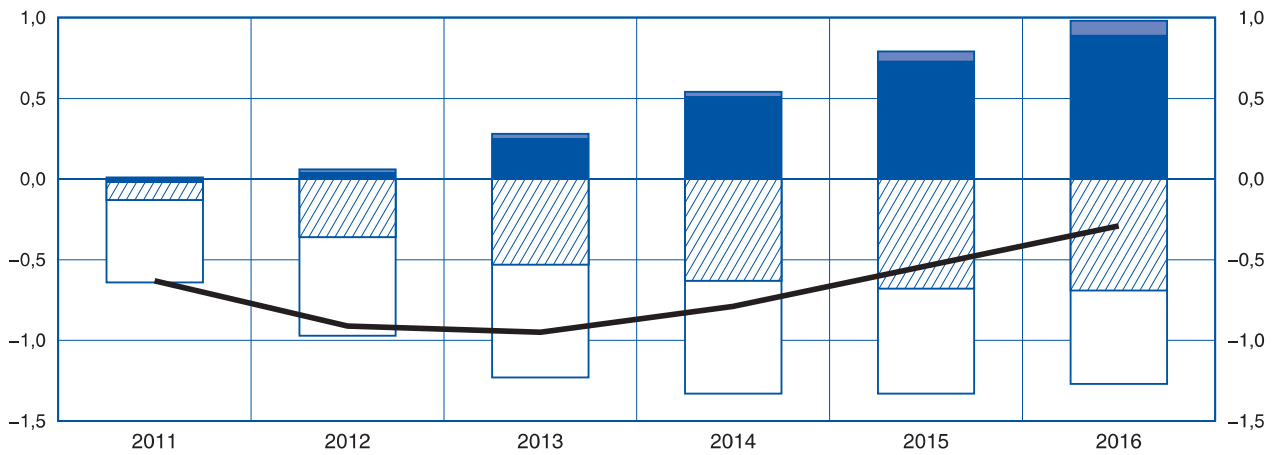


Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ?

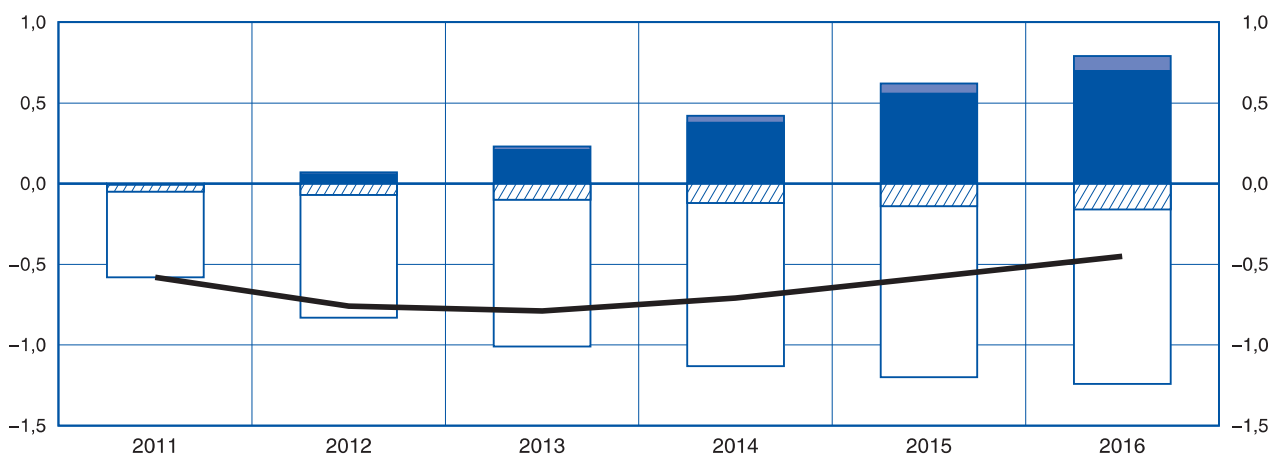
11 - Italie



12 - Espagne

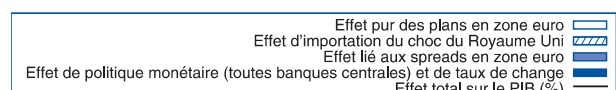
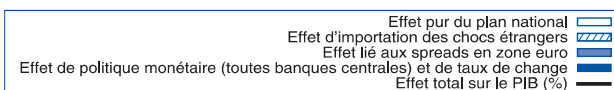


13 - Zone euro



Pour les pays (graphiques 8 à 12) :

Pour la zone euro (graphique 13) :



Source : calculs des auteurs à partir du modèle NiGEM

Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ?

gain d'inflation consécutif à la hausse de la TVA, et augmenteraient alors en 2011 d'environ 50 pb. L'effet négatif des plans de consolidation serait alors de 1,2 point de PIB en 2011 au Royaume-Uni (cf. graphique 14). Toutefois, la BoE baisserait ensuite fortement ses taux directeurs. À un horizon de cinq ans, les conséquences sur le PIB de ce choix initial de politique monétaire seraient faibles.

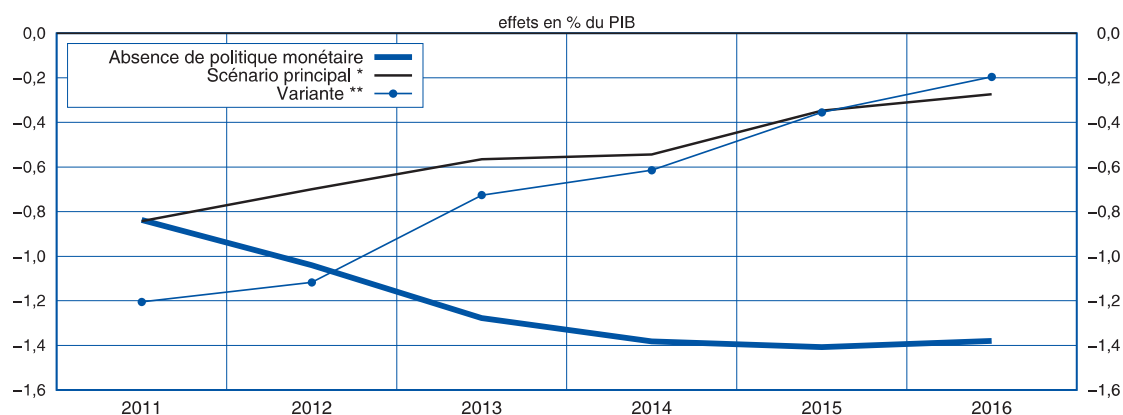
Des effets «non keynésiens» pourraient amortir ces effets négatifs

Cette évaluation de l'impact des plans de consolidation en Europe ne tient pas compte des différents effets positifs «non-keynésiens» étudiés dans la littérature, notamment les effets ricardiens. Selon ces effets, les plans budgétaires mis en place peuvent conduire les ménages à anticiper une amélioration des finances publiques et des réductions d'impôts à l'avenir, diminuant ainsi leur propension à épargner. Selon le modèle NiGEM, une baisse du taux d'épargne des ménages de 1 point en France entraîne une hausse du PIB d'environ 0,5 %. Les mesures annoncées par la France pèseraient sur l'activité à hauteur de 0,4 point de PIB en 2011 si l'on ne tient pas compte des plans de consolidation des autres pays européens. Pour neutraliser cet effet des mesures de consolidation menées par la France, une baisse, par effet ricardien, du taux d'épargne de 0,8 point en 2011⁽¹²⁾ serait donc nécessaire.

Or, les ménages français ont augmenté leur taux d'épargne de 15 % au troisième trimestre 2008 à 16,3 % au troisième trimestre 2010, par précaution face à la crise économique et peut-être, si l'on se place dans une perspective «ricardienne», en réponse aux déficits publics qui se sont creusés et à la hausse de la dette publique. Par ailleurs, en comparaison avec les principaux pays européens, le taux d'épargne des ménages en France est relativement élevé (graphique 15). Ceci peut suggérer qu'une diminution significative du taux d'épargne est envisageable à moyen terme, sous réserve que les ménages anticipent effectivement une amélioration des finances publiques et répercutent cette anticipation dans

(12) En supposant une réaction analogue des ménages européens, l'effet importé serait alors également annulé.

14 - Effets des plans de consolidation sur le PIB au Royaume-Uni, selon la réaction de politique monétaire



*Scénario principal : politique monétaire avec absence de réaction à la hausse des taux directeurs face au choc de TVA

**Variante : politique monétaire selon NiGEM (règle de politique monétaire) impliquant une hausse temporaire du taux directeur à la suite du choc de TVA

Source : calculs des auteurs à partir du modèle NiGEM

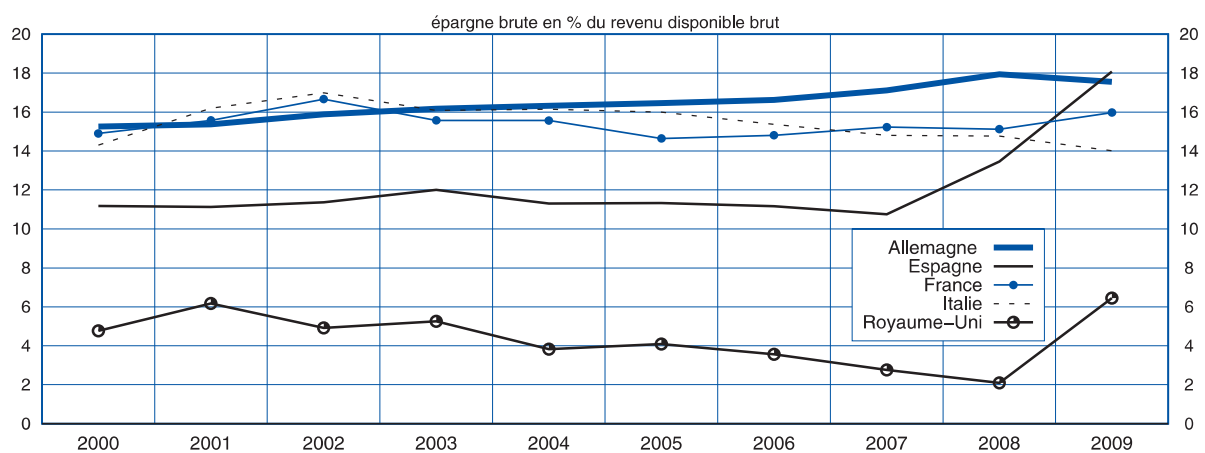
Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ?

leurs dépenses de consommation. Les ménages britanniques et espagnols, parce qu'ils doivent encore se désendetter, pourraient toutefois disposer de moins de marge pour accroître leur consommation.

Enfin, rappelons que l'impact ici mesuré des plans de consolidation suppose *a contrario* que le scénario sans ajustement serait relativement indolore, avec des primes de risque, dans l'ensemble, modérées. Un tel scénario est sans doute acceptable si on se place à court terme, comme c'est le cas dans ce dossier, mais on ne peut toutefois pas exclure qu'il se traduirait, dans certains pays de la zone euro, par une forte hausse des primes de risque, qui pèseraient sur la croissance : avec un tel scénario central, la réduction des primes de risque permise par les plans de consolidation serait supérieure à celle prise en compte ici.

Au total, si l'ensemble de ces facteurs « non keynésiens » étaient à l'œuvre, l'absence de consolidation en Europe aurait un coût pour la croissance nettement plus élevé que celui pris en compte ici au travers d'un effet modeste sur les *spreads* de taux d'intérêt. Dans ce cas, le coût de l'ajustement budgétaire serait inférieur au demi-point de PIB estimé pour les pays de la zone euro et au 0,8 point de PIB estimé pour le Royaume-Uni. ■

15 - Taux d'épargne brut des ménages dans certains pays européens



Note : Le taux d'épargne brut fourni par Eurostat n'est disponible pour tous les pays qu'en incluant les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM), mais la Note de Conjoncture publie un taux d'épargne des ménages français sans les ISBLSM.
Source : Eurostat

Encadré 3 : Impact des plans de consolidation sur la dette publique

Les plans de consolidation entraîneraient une diminution du ratio de la dette publique au PIB (cf. tableau). Celui-ci se réduirait de presque 5 points de PIB en France et presque 9 points de PIB au Royaume-Uni à l'horizon 2016. *A contrario*, l'Italie verrait sa dette publique en points de PIB augmenter légèrement à court terme, car l'amélioration du déficit budgétaire serait contrebalancée par l'impact négatif sur le PIB, notamment à cause des effets importés des autres plans. La réduction de son ratio de dette à l'horizon 2016 serait alors de l'ordre de 1 point de PIB.

L'évolution de la dette en points de PIB peut se décomposer en trois facteurs (cf. graphique) : un effet « déficit », dû à l'amélioration du solde primaire, un effet dû à la diminution de la charge de la dette (baisse du montant de la dette, ou effet « volume » et des taux d'intérêt sur la dette, ou effet « taux »), et enfin un effet « croissance » dû au choc négatif sur le PIB, selon l'équation (1) de l'encadré 1. Cette décomposition est présentée ci-dessous pour la zone euro. Dans les premières années, l'effet de l'amélioration du solde primaire est modéré par l'effet négatif sur la croissance. Cependant, un cycle vertueux se met ensuite en place grâce à la diminution de la charge de la dette, tandis que l'effet dû à la croissance se stabilise. ■

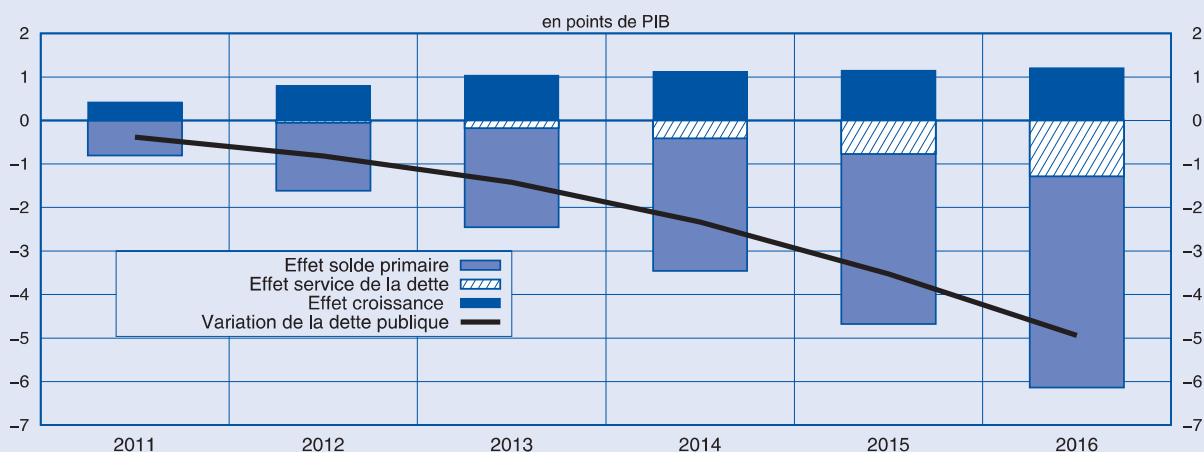
Effet des plans de consolidation sur la dette publique à l'horizon 2016

en points de PIB

Allemagne	-3,5
Espagne	-4,2
France	-4,6
Italie	-1,2
Zone euro	-4,9
Royaume-Uni	-8,6

Source : calculs des auteurs à partir du modèle NiGEM

Contributions du service de la dette, de la croissance et du solde primaire à la variation de la dette publique en zone euro



Source : calculs des auteurs à partir du modèle NiGEM

Annexe méthodologique - Les chocs et leurs mécanismes de propagation dans NiGEM

NiGEM est un modèle multinational dans lequel tous les pays cités dans ce dossier figurent individuellement. L'ensemble des économies modélisées sont reliées entre elles par des flux commerciaux et financiers. L'équation de solde budgétaire contient trois types de recettes fiscales (impôts directs sur les personnes, indirects et sur les sociétés), trois postes de dépense publique primaire (consommation publique, investissement public et transferts sociaux) ainsi que le service de la dette. On peut ainsi calculer l'impact des plans de consolidation selon leur composition selon ces six postes budgétaires. On notera toutefois que les chocs sur les impôts directs et sur les transferts sociaux ont un effet identique sur le revenu des ménages.

Les variables endogènes du modèle sont toutes laissées comme telles. De ce fait, il faut souligner que par divers effets d'éviction, la variation du solde primaire en points de PIB n'est pas nécessairement égale à l'ampleur du plan annoncé. Par exemple, la diminution de l'activité consécutive à un choc donné peut diminuer les prélèvements perçus sur les ménages et les entreprises et réduire ainsi l'impact de la mesure sur le budget.

Principaux mécanismes de propagation des chocs de politique budgétaire dans NiGEM

Les impôts directs ont un impact sur le revenu disponible des ménages et, *in fine*, sur leur consommation. Les transferts sociaux ont le même effet ; de fait, la frontière est parfois tenue entre ces deux postes dans la classification des mesures de consolidation. Dans NiGEM, les impôts sur les sociétés pèsent sur les entreprises à travers le coût du capital. Ils jouent aussi sur le patrimoine financier des ménages via le prix des actions. Les impôts indirects, modélisés par un taux de TVA, influent sur le déflateur des dépenses de consommation, le prix des exportations, le salaire réel, l'excédent brut d'exploitation des entreprises et par conséquent les prix des actions et donc également la richesse des ménages.

Un choc de consommation publique a un impact direct (comptable) sur le PIB, sur la masse salariale nationale, au prorata de la taille du secteur public, et donc sur le revenu des ménages. Un choc d'investissement public influe sur le PIB de façon comptable, mais également sur le stock de capital public et par

conséquent sur le PIB potentiel. Il s'agit donc du seul choc fiscal ayant un effet multiplicateur à long terme.

Par ailleurs, l'exercice de simulation exclut certaines mesures de nature différente et ayant un impact *a priori* négligeable sur le PIB européen. Il s'agit de diverses mesures mineures incluant une réduction de la coopération internationale (Espagne, Pays-Bas) et de la vente de fréquences hertziennes en Italie (effet positif de 2,4 milliards d'euros en 2011).

Le tableau ci-dessous indique les multiplicateurs de quelques chocs de consolidation budgétaire standards dans NiGEM.

Comparé à un choc budgétaire au niveau national, un choc au niveau de la zone euro affecte le PIB de la France selon deux canaux. À court terme, les chocs des autres pays renforcent l'impact négatif sur le PIB de la France par le biais du commerce international. À plus long terme, les chocs des autres pays de la zone euro impliquent une réaction de politique monétaire plus forte dont l'effet positif dépasse l'effet négatif dû au commerce.

Réaction de politique monétaire à la consolidation budgétaire et impact sur les taux de change

Les taux directeurs réagissent aux plans de consolidation à travers leur impact sur l'activité et sur l'inflation. En particulier, dans le cas d'une consolidation par hausse de la TVA, la banque centrale est confrontée à un dilemme : augmenter ses taux à cause de la hausse de prix ou les diminuer pour soutenir l'activité. Ce problème associé à une hausse d'impôts indirects est déjà relevé dans le travail empirique du FMI (2010). Cette étude ne tient pas compte de politiques non conventionnelles éventuellement mises en place par la BCE ou la BoE.

Le taux à 10 ans s'ajuste au taux directeur selon un mécanisme à correction d'erreur. À court terme figure la variation trimestrielle du taux court alors qu'à long terme, le taux long est égal au taux directeur auquel est ajoutée une constante. Ce taux est utilisé dans le modèle pour calculer les intérêts sur la dette publique et le coût d'usage du capital pour les entreprises et les ménages.

Multiplicateurs de différents chocs de consolidation budgétaire selon le modèle NiGEM

Multiplicateurs France	Prélèvements directs sur les ménages	Investissement public	Consommation publique
après 1 an	-0,3	-0,7	-0,9
après 5 ans	-0,5	-0,9	-0,7
Multiplicateurs zone euro	Prélèvements directs sur les ménages	Investissement public	Consommation publique
après 1 an	-0,3	-0,9	-1,1
après 5 ans	-0,2	-0,8	-0,1

Note de lecture : un choc de hausse permanente des prélèvements sur les ménages en France améliorant le solde public de un point de PIB pèse sur le PIB en volume de la France à hauteur de 0,3 point au bout d'un an et de 0,5 point au bout de cinq ans. Un choc identique dans l'ensemble des pays de la zone euro diminue le PIB en volume de la zone euro de 0,3 point la première année et de 0,2 point au bout de cinq ans.

Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ?

La diminution des taux d'intérêt directs implique également une dépréciation du taux de change, qui découle de la parité non couverte des taux d'intérêt. Par exemple, une baisse des taux d'intérêt en zone euro diminue l'attractivité de l'euro par rapport aux autres devises, toutes choses égales par ailleurs.

Incorporation du *spread* sur les taux longs

Dans le modèle, le taux long ne dépend pas des déterminants de la prime de risque souverain. On incorpore donc ce *spread* manquant à l'aide d'un choc sur le résidu de l'équation des taux longs. Ce choc est calculé en fonction de l'impact des plans de consolidation sur les déterminants du *spread*, essentiellement l'état des finances publiques, à l'aide d'une des régressions (équation 1) évoquées dans l'encadré 2.

En temps normal, les variations des taux longs publics se répercutent sur les taux longs correspondant au financement du secteur privé. Le *spread* de risque souverain étant, par définition, spécifique à la dette publique, il n'est pas certain que ce *spread* se répercute totalement au secteur privé. On considère dans cette étude qu'il se répercute à moitié sur le secteur privé. L'impact des plans de consolidation sur le *spread* étant progressif au cours du

temps, le choix d'une telle répercussion a un impact négligeable sur les résultats.

Décomposition des effets sur le PIB

Il est possible de décomposer l'effet des plans d'assainissement des finances publiques selon les trois canaux mentionnés ci-dessus : effet direct de la consolidation budgétaire, diminution des *spreads* de taux longs et effet de politique monétaire (dont dépréciation du taux de change). On évalue dans un premier temps l'impact total des plans de consolidation en laissant endogènes l'ensemble des variables du modèle. Les deux effets indirects de la consolidation sont ensuite incorporés séparément au modèle. L'effet direct « pur » de la consolidation budgétaire sur l'activité est obtenu par différence, sous l'hypothèse de linéarité du modèle.

On décompose aussi les effets des plans de consolidation pour chaque pays selon qu'ils proviennent du plan intérieur ou des plans étrangers. Pour cela, l'effet de chaque plan de consolidation national est calculé séparément. L'effet importé des plans étrangers s'obtient par solde de l'effet de l'ensemble des plans, après avoir soustrait les effets de la politique monétaire et des *spreads*. ■

Bibliographie:

Alesina A., R. Perotti (1996), "Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects," *NBER Working paper* 5730, August.

Ardagna S. (2009), "Financial markets' behavior around episodes of large changes in the fiscal stance", *European Economic Review* 53(1): 37-55.

Aviat A., Bricongne J.-C. et Pionnier P.-A. (2007), "Richesse patrimoniale et consommation: un lien tenu en France, fort aux États-Unis", *Note de conjoncture de décembre 2007*, Insee, pp. 37-52.

Champsaur P. et Cotis J.-Ph. (2010), « Rapport sur la situation des finances publiques », Insee, avril 2010. http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/dossiers_web/finances-publiques/rapport-finances-publiques.pdf

Commission Européenne (2009), "Sustainability Report 2009", *European Economy* 9/2009, Economic and Financial Affairs.

Cottarelli, C., L. Forni, J. Gottschalk and P. Mauro (2010), "Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable and Unlikely", IMF Fiscal Affairs Department.

Fonds Monétaire International (FMI) (2010), "Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation", *World economic outlook : "Recovery, Risk, and rebalancing"*, Chapter 3, October.

Haugh, D., P. Ollivaud and D. Turner (2009), "What Drives Sovereign Risk Premiums?: An Analysis of Recent Evidence from the Euro Area", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 718, OECD Publishing.

Heylen F., G. Everaert (2000), "Success and Failure of Fiscal Consolidation in the OECD: A Multivariate Analysis", *Public Choice*, Vol. 105, No. 1/2, pp. 103-124

Koutsogeorgopoulou, V. and D. Turner (2007), "The Costs of Delaying fiscal Consolidation: A Case Study for Greece", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 582, OECD Publishing.

Philip Davis, E. (2010), "Asset Prices and Real Economic Activity", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 764, OECD Publishing.

Reinhart, C. and K. Rogoff (2010), "Growth in a Time of Debt", *National Bureau of Economic Research Working Paper* No. 15639, January.

Röhn, O. (2010), New evidence on the private saving offset and Ricardian equivalence, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 762, OECD Publishing.

Romer D. (2006), "Advanced Macroeconomics". Third edition. New York: McGraw-Hill. ■