

Une analyse des stratégies de désendettement public

Sur le plan des politiques économiques, l'une des conséquences de la crise financière amorcée en 2007 est de réaffirmer l'intérêt de la politique budgétaire comme instrument contracyclique. Toutefois, cette stratégie semble aujourd'hui soumise à des injonctions paradoxales.

Après la mise en place d'importants plans de relance budgétaire en 2008 et 2009, la tendance est clairement à la réduction des déficits pour faire face à la montée de l'endettement public et au risque de hausse des taux d'intérêt. Pour autant, depuis 2011 et surtout 2012, certains économistes s'interrogent sur le rythme de mise en œuvre des politiques d'ajustement, compte tenu de leur impact sur les perspectives de croissance.

Pour faire le point sur cette controverse, il convient de tenir compte des spécificités de la période actuelle, compte tenu en particulier du désendette-

ment privé prolongé. Dans ce contexte, une réduction trop rapide des déficits peut présenter des inconvénients. Cela ne saurait pour autant remettre en cause l'objectif de long terme de désendettement public afin, notamment, d'éviter une perte de confiance dans la capacité des États à maîtriser leurs finances publiques et, par voie de conséquence, l'augmentation des taux d'intérêt.

Les expériences historiques montrent ainsi que la résorption des dettes publiques, par exemple celles héritées de la Seconde Guerre mondiale, était étalée au moins sur une décennie, et soutenue par des taux d'intérêt réels négatifs et une croissance forte. Ces deux leviers étaient actionnés *via* plusieurs instruments de régulation financière et d'importants investissements publics, qui pourraient être mobilisés dans les stratégies actuelles de désendettement public en Europe. ■

LES ENJEUX

Les perspectives favorables de croissance et la crainte de la montée des taux d'intérêt début 2010 ont amené les décideurs publics à mettre en place des programmes d'ajustement budgétaire en fonction des niveaux atteints par l'endettement public. Néanmoins, le processus de désendettement privé, qui se prolonge aujourd'hui encore, ainsi que des taux de chômage élevés justifient le maintien de soutiens publics à l'activité. Il s'agit donc de définir un chemin d'équilibre où le désendettement public reste un objectif central tout en évitant les inconvénients d'ajustements budgétaires trop rapides.

LE RÔLE SPÉCIFIQUE DE LA DETTE PUBLIQUE EN SITUATION DE DÉSENDETTEMENT PRIVÉ

Le désendettement privé enclenché en 2009, un processus lent et de long terme

Le processus de désendettement (*deleveraging*) auquel sont soumises les économies à la suite de la crise financière, toujours à l'œuvre aujourd'hui, pourrait durer encore longtemps⁽¹⁾. Après la chute du prix des actifs, la baisse prolongée des forts taux d'endettement privé dans les pays au cœur de la crise financière vient ainsi amputer la croissance et retarder d'autant le retour à des niveaux jugés plus soutenables. Cette baisse joue à travers deux canaux principaux. D'une part, les ménages (et dans une moindre mesure les entreprises), dans les pays qui ont connu un éclatement de la bulle du crédit, réaugmentent durablement leur taux d'épargne jusqu'à ce qu'un nouvel équilibre soit atteint, ce qui déprime l'activité. D'autre part, les bilans fragilisés des institutions financières limitent leur capacité à fournir de nouveaux crédits pour des investissements productifs.

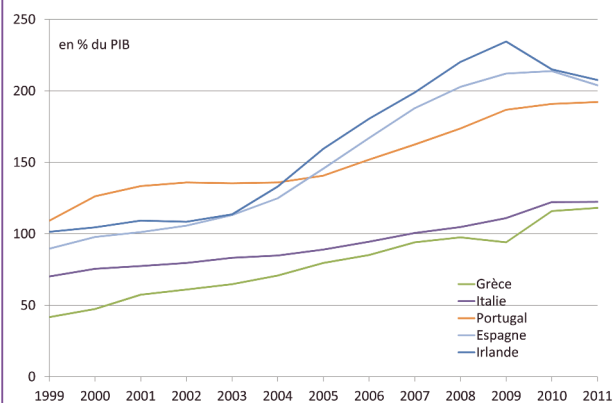
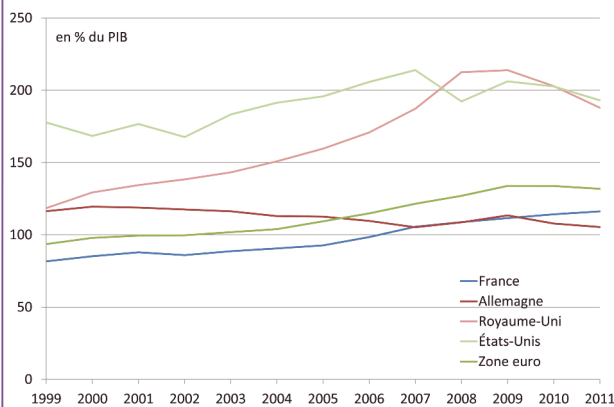
Comme l'indique le graphique 1, les pays qui ont connu les plus fortes bulles du crédit au cours de la décennie précédant la crise sont en situation de *deleveraging* depuis 2009 (Irlande, Royaume-Uni, États-Unis) ou 2010 (Espagne). Même s'il apparaît difficile de fixer une norme d'équilibre au ratio crédit/PIB, force est de constater que le volume des prêts accordés au secteur privé dans ces différents pays aboutit à un ratio qui est encore presque le double de celui qui prévaut en France et en Allemagne par exemple. En outre, la Banque des règlements internationaux⁽²⁾ attire l'attention sur le fait que cette vision agrégée du crédit peut fournir une image trop schématique. Des données plus fines pour les États-Unis suggèrent en effet que la baisse du crédit au niveau agrégé (*deleveraging* global) n'est pas le résultat d'un assainissement des bilans des agents avec une dépréciation des dettes manifestement insoutenables, contrairement à ce qu'on pourrait attendre. Ce processus s'explique avant tout par une diminution du nombre des ménages qui augmentent leurs crédits hypothécaires et par une réduction importante des nouveaux emprunts hypothécaires, d'où une déprime du marché immobilier américain. Mais la part des ménages qui pensent qu'elle ne sera probablement pas capable de rembourser ses prêts hypothécaires les

[1] Le levier [*leverage*] désigne la part de la dette dans le bilan d'une institution, qui s'accroît généralement dans les phases d'euphorie boursière (l'endettement peut augmenter la rentabilité tant que le taux d'intérêt est inférieur au taux de rentabilité espéré). Le *deleveraging* correspond par conséquent à une diminution de la dette et/ou une augmentation des fonds propres et une plus faible prise de risque après une correction sur le marché des actifs. Il faut remarquer que le levier peut initialement s'accroître en même temps que la valeur des actifs baisse, malgré les efforts des agents pour réduire leur endettement, ce qui est caractéristique d'une déflation financière. Voir Aglietta M. et Rebérioux A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, et Aglietta M., Bayik N. et Brand T. (2011), *Quelle évolution des dettes publiques ?*, rapport pour la Caisse des dépôts et consignations.

[2] BRI (2012), "Rebalancing growth", 82^e rapport annuel, chapitre 3.

prochaines années n'a que très peu diminué. Et il y a de fortes présomptions que la situation soit similaire dans les autres pays qui ont connu de telles bulles.

Graphique 1
Prêts au secteur privé des banques et des institutions de crédit domestiques, 1999-2011



Source : Banque mondiale.

Des taux de chômage durablement élevés viennent en outre confirmer que le processus dépressif enclenché en 2009 s'effectue sur le long terme. Ainsi, les bulles du crédit et du logement ont conduit à une mauvaise allocation du travail en hypertrophiant certains secteurs d'activité. L'ajustement, dans ce cas, ne peut être immédiat et a un impact négatif durable sur l'emploi⁽³⁾.

Au-delà de l'impératif de désendettement auquel font face les agents privés, se pose alors la question de l'endettement global de la nation : la dette publique, si elle reste soutenable, peut en effet atténuer les effets négatifs pour l'économie d'une telle situation. Le pilotage de l'ensemble (quel rythme optimal de consolidation budgétaire pour éviter un impact négatif sur la croissance ?) se révèle donc particulièrement délicat.

L'évolution de la dette publique doit être considérée dans le contexte de l'endettement global, public et privé

Une longue tradition de réflexion en économie permet d'éclairer les préoccupations actuelles liées à la dette. Irving Fisher⁽⁴⁾ a ainsi montré que la Grande Dépression était due essentiellement à un cercle vicieux où la chute des prix a augmenté le poids réel de la dette des agents, ce qui a conduit à davantage de déflation. Plus tard, Hyman Minsky⁽⁵⁾ établit la récurrence des régimes d'instabilité financière : les périodes de calme nourrissent une forme de complaisance à l'égard du crédit au secteur privé. L'augmentation du *leverage* favorise de plus en plus un schéma du type pyramide de Ponzi⁽⁶⁾, qui se dégrade ensuite en crise financière. L'image reprise par les économistes pour décrire ce processus est saisissante : le système financier fonctionne de la même manière que le coyote obsédé par sa proie dans le cartoon *Road Runner*, qui ne se rend pas compte que sa course l'amène au-dessus du précipice ; lorsqu'il s'en aperçoit, il tombe. L'analogie souligne en outre l'importance des anticipations et des représentations des agents qui peuvent être transitoirement déconnectées des fondamentaux de l'économie. Plus récemment, Richard Koo⁽⁷⁾ souligne que les quinze années de croissance très faible au Japon, tout comme la Grande Dépression des années 1930, ont été la conséquence d'une déflation de bilan à la suite de l'éclatement d'une bulle. La caractéristique essentielle de cette déflation de bilan est que de larges pans de l'économie ne cherchent plus, comme en temps normal, à maximiser leur profit mais ont pour objectif premier la diminution de dettes excessives et, de ce fait, dépensent moins. Dans ce contexte, la demande de capital de la part des agents n'est plus sensible aux taux d'intérêt. Ces raisonnements peuvent s'appliquer à la situation actuelle.

La crise des *subprimes* et la faillite de Lehman Brothers ont révélé le surendettement privé et provoqué une révi-

[3] Le chômage dans ces pays ne saurait être réduit à un problème de mauvaise allocation, dans la mesure où l'ensemble des secteurs d'activité sont touchés. À titre d'exemple, Paul Krugman (*End this Depression Now!*, Wiley et Sons, 2012) rappelle que sur les 13 millions d'Américains sans emplois en octobre 2011, seul 1,1 million (soit 8 %) avait auparavant travaillé dans le secteur de la construction.

[4] Fisher I. (1933), "The debt-deflation theory of Great Depression", *Econometrica*, vol.1, p. 337-357.

[5] Minsky H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill.

[6] Dans une pyramide de Ponzi, l'individu ne bénéficie pas de flux de trésorerie suffisants pour rembourser au moins les intérêts de ses emprunts. Il est donc obligé de s'endetter pour les payer et la dynamique devient insoutenable.

[7] Koo R. (2009), *The Holy Grail of Macroeconomics*, Wiley & Sons.

sion abrupte du montant de dette soutenable dont les agents peuvent disposer, ce qui les a forcés à réduire drastiquement leurs dépenses. Les effets pervers d'un tel mécanisme sont illustrés dans l'encadré 1. L'une des conséquences majeure de cette nouvelle contrainte est la hausse importante du chômage⁽⁸⁾. Mian et Sufi montrent empiriquement que la chute de la demande a ainsi été plus prononcée dans les comtés américains où l'endettement des ménages était le plus élevé⁽⁹⁾. Ils concluent que le déclin de la demande agrégée entre 2007 et 2009 correspond à 4 millions de chômeurs supplémentaires aux États-Unis, soit les deux tiers du total.

Encadré 1

Une association de garde d'enfants au sein du Congrès américain, exemple d'une crise de demande

Les ressorts d'une crise de demande peuvent être décrits à partir d'un article publié dans une revue académique prestigieuse par un couple de fonctionnaires du Trésor américain⁽¹⁰⁾. Ces derniers étaient membres d'une association de garde d'enfants, regroupant environ 150 couples, dont la plupart travaillait au Congrès américain. Les membres gardaient mutuellement les enfants des autres. La taille suffisamment grande de l'association leur permettait d'avoir des chances raisonnables de trouver quelqu'un de disponible pour garder leur enfant le soir où ils avaient prévu de sortir. Les membres recevaient vingt coupons en entrant dans l'association, dont l'unité permettait d'acheter une demi-heure de garde [ils devaient rendre les vingt coupons en quittant l'association].

Cette coopérative est soudain tombée dans une "grande dépression". En moyenne, les couples voulaient conserver les coupons, au cas où ils en auraient eu besoin plus tard. À un moment donné, le nombre de coupons en circulation a été substantiellement moins élevé que le nombre en stock désiré par les couples. Ceux-ci, anxieux d'avoir des provisions trop faibles, ne voulaient plus sortir le soir tant qu'ils n'avaient pas augmenté leur réserve en gardant les enfants des autres. Et, précisément, parce que beaucoup de couples ne voulaient plus sortir, les opportunités de gagner des coupons se sont raréfiées. Les couples pauvres en coupons ont alors été encore moins enclins à sortir, et le volume de gardes d'enfants dans la coopérative a chuté. La "dépression" a continué jusqu'à ce que les économistes de la coopérative aient persuadé les autres d'augmenter le nombre de coupons.

Bien sûr, l'économie mondiale est un système beaucoup plus complexe, mais obéit au moins à une caractéristique rappelée par Paul Krugman dans son dernier livre⁽¹¹⁾ : les dépenses des uns sont les revenus des autres. Un niveau inadéquat de demande globale est une réalité tangible : quand certains membres décident de ne plus dépenser de coupons, cette décision n'est pas automatiquement compensée par une dépense supplémentaire des autres. Certes, les dépenses égalisent toujours les revenus, mais rien n'indique que ces personnes dépensent suffisamment pour utiliser toutes les capacités de garde d'enfants.

L'économie peut donc entrer en dépression faute de coordination, sans que les compétences en termes de garde d'enfant des membres de la coopérative ne soient *a priori* remises en cause. Une leçon que tire Krugman de cet exemple est que l'association est sortie de cette "dépression" de manière relativement simple, en imprimant davantage de coupons. Ces coupons supplémentaires sont l'image d'une politique monétaire accommodante. C'est aussi celle d'une politique budgétaire expansive qui augmente la demande et compense temporairement les effets récessifs d'un surcroît d'épargne des agents.

Pour qu'une chute de la production et une hausse du chômage trop importantes soient évitées, la banque centrale va baisser son taux d'intérêt directeur pour réduire le mouvement à la hausse de l'épargne. Elle peut cependant atteindre très vite le seuil limite de taux d'intérêt nul, si le mouvement est de grande ampleur. Il faut alors compenser le fait que les agents qui subissent cette nouvelle contrainte dépensent moins. Dans ce cas, la politique budgétaire est pleinement justifiée comme le montrent formellement Eggertsson et Krugman⁽¹²⁾. Les auteurs établissent ainsi que non seulement une dépense publique supplémentaire ne va pas évincer la dépense privée, mais qu'elle conduit à augmenter les dépenses des ménages contraints financièrement. Le maintien relatif de la demande effective permet aussi d'ancrer les anticipations des agents et d'éviter la formation d'un cercle vicieux entre dette et déflation.

La déflation de bilan des agents privés est donc un processus de long terme qui pèse sur la croissance et que peut atténuer une augmentation de la dette publique. Cette prise de conscience progressive du temps long, dont se fait l'écho une récente étude de McKinsey⁽¹³⁾ sur

[8] Mian A. et Sufi A. [2011], "What Explains High Unemployment? The Aggregate Demand Hypothesis", non publié.

[9] L'intérêt de leur étude est que les comtés qu'ils comparent ont *a priori* bénéficié des mêmes politiques budgétaire et monétaire. Leurs résultats montrent plus précisément que les pertes d'emplois dans les secteurs de biens non échangeables avec l'étranger sont particulièrement fortes dans les comtés où les ménages étaient les plus endettés. La hausse du chômage dans les secteurs de biens échangeables étaient en revanche plus uniformément distribuée dans leur échantillon. Les faits qu'ils mettent en évidence s'opposent en outre à une vision structurelle du chômage due à l'hypertrophie du secteur de la construction.

[10] Sweeney J. et Sweeney R. [1977], "Monetary theory and Great Capitol Hill baby sitting co-op crisis", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 9, p. 86-89.

[11] Krugman P. [2012], *op. cit.*

[12] Eggertsson G. et Krugman P. [2012], "Debt, deleveraging, and the liquidity trap", *Quarterly Journal of Economics*, à paraître.

[13] McKinsey Global Institute [2012], *Debt and Deleveraging: Uneven Process on the Path to Growth*, janvier.

les épisodes de *deleveraging* en Suède et en Finlande dans les années 1990, alimente aujourd'hui les critiques à l'égard des politiques d'ajustement budgétaire dont la vitesse de mise en œuvre est un paramètre clé.

EFFICACITÉ ACCRUE DES POLITIQUES BUDGÉTAIRES ET INCONVÉNIENTS D'AJUSTEMENTS TROP RAPIDES EN PÉRIODE DE FAIBLE NIVEAU DE L'ACTIVITÉ

En 2010, différents signes d'un retour à la croissance ont amené certains économistes à recommander une réduction des déficits pour faire face à la montée de l'endettement public⁽¹⁴⁾. Pourtant, depuis 2011 et surtout 2012, d'autres évoquent la possibilité que les consolidations budgétaires soient autodestructrices⁽¹⁵⁾, ou du moins se demandent si les politiques d'austérité ne vont pas trop vite⁽¹⁶⁾. Cette idée est développée dans différents articles, surtout empiriques, qui mettent en évidence les effets négatifs sur la croissance de tels épisodes⁽¹⁷⁾. La question des effets d'un ajustement budgétaire rapide est particulièrement présente dans le cas de la zone euro, dont les pays membres affichent l'objectif de revenir à un déficit public inférieur à 3 % en deux ou trois ans. Nous présentons ici les principaux résultats empiriques de cette littérature ainsi que les mécanismes à l'œuvre, selon les types d'ajustement étudiés, à partir de simulations réalisées avec le modèle d'équilibre général MARS (modèle à anticipations rationnelles stochastique), développé par le Centre d'analyse stratégique pour la zone euro (voir *infra*, encadré 2).

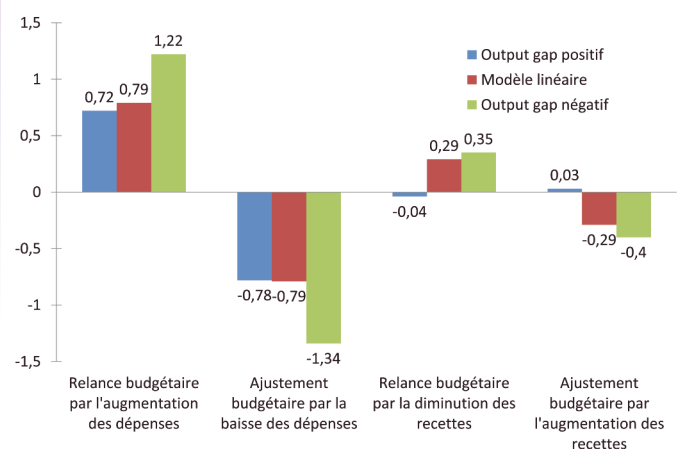
Des politiques budgétaires deux fois plus efficaces en situation de récession

Le débat sur l'efficacité de la politique budgétaire se concentre généralement sur la question de l'ampleur du multiplicateur qui correspond au surplus de production, rapporté au coût de la relance budgétaire pour l'État (*via* un surplus de dépenses ou de moindres recettes). Sans épuiser les controverses, des études récentes parviennent

à justifier des estimations différentes selon la position dans le cycle économique au moment où la politique expansive est menée.

Plus spécifiquement, Baum, Poplawski-Ribeiro et Weber⁽¹⁸⁾ estiment les effets de la politique budgétaire sur la production selon l'état sous-jacent de l'économie, pour les pays du G7 depuis le début des années 1970⁽¹⁹⁾. Si les multiplicateurs sont proches de ceux estimés habituellement lorsque les auteurs utilisent un modèle linéaire, ces derniers montrent en revanche que l'impact de la politique budgétaire sur le PIB dépend significativement de l'activité économique. Les multiplicateurs budgétaires moyens pour les pays du G7 sont ainsi significativement plus élevés (de l'ordre de 1,3 pour les dépenses et de 0,4 pour les recettes) lorsque l'*output gap* (l'écart entre la production effective et la production potentielle) est négatif⁽²⁰⁾, comme l'indique le graphique 2.

Graphique 2
Multiplicateurs budgétaires pour les pays du G7



Sources : FMI (2012) ; Baum A., Poplawski-Ribeiro M. et Weber C. (2012).

Plusieurs facteurs expliquent le changement d'ampleur du multiplicateur selon que l'économie est en récession ou en expansion. Le premier est le fait qu'en situation de déflation la politique monétaire conventionnelle vise à diminuer les taux d'intérêt directs et peut atteindre rapidement la limite du taux nul. S'enclenche un cercle



[14] Blanchard O. et Cottarelli C. (2010), "Ten commandments for fiscal adjustment in advanced economies", *IMFdirect*.

[15] Denes M., Eggertsson G. et Gilbukh S. (2012), "Deficits, public debt dynamics, and tax and spending multipliers", *Staff Reports*, Federal Reserve Bank of New York.

[16] FMI (2012), "Balancing fiscal policy risks", *Fiscal Monitor*, avril ; Krugman P. (2010), "Self-defeating austerity", *New York Times*, 7 juillet. P. Krugman est l'un des premiers à émettre ce type de réserves. D'autres ensuite formalisent ces arguments, comme le souligne le débat ouvert par Corsetti, G. (2012), "Has austerity gone too far? A new Vox Debate", *VoxEU.org*.

[17] Guajardo J., Leigh D. et Pescatori A. (2010), "Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation", *IMF World Economic Outlook*, octobre. Guajardo J., Leigh D. et Pescatori A. (2011), "Expansionary austerity: New international evidence", *IMF Working Paper*.

[18] Baum A., Poplawski-Ribeiro M. et Weber C. (2012), "Fiscal multiplier and the state of the economy", *IMF Working Paper*.

[19] Leur méthodologie se fonde sur des vecteurs autorégressifs à seuil, dont les différents régimes dépendent du signe de l'*output gap*. Après une relance ou un ajustement budgétaire, le régime peut changer en fonction du niveau de cet écart. Les trois séries utilisées pour l'estimation sont le PIB, les revenus nets des administrations publiques (recettes moins transferts) et les dépenses publiques (consommation et investissement publics), normalisées par le déflateur du PIB. En outre, les auteurs retirent des séries les événements qui ne sont pas imputables à des décisions politiques.

[20] Il n'est donc pas nécessaire *a priori* que l'économie soit en récession pour que la politique budgétaire ait une efficacité accrue. Par la suite, nous utilisons les termes d'économie "en expansion" ou "en récession" par commodité.

vieux où la baisse du niveau des prix entraîne l'augmentation du taux d'intérêt réel, et accentue donc la déflation. Dans ce contexte, toute politique permettant d'augmenter la production et les anticipations inflationnistes est plus efficace⁽²¹⁾. La limite de taux d'intérêt nul ne saurait pour autant expliquer à elle seule les variations des multiplicateurs⁽²²⁾.

D'autres auteurs mettent en avant les contraintes de liquidité qui pèsent plus fortement sur les agents en situation de crise⁽²³⁾. Mankiw⁽²⁴⁾ soulignait déjà la nécessaire prise en compte de l'hétérogénéité des consommateurs : certains agents ont un horizon temporel long, du fait de "la grande concentration des richesses" et de "l'importance de l'héritage dans l'accumulation de capital" ; d'autres ont un horizon temporel court, "ne lissent pas leur consommation dans le temps" et "ont une richesse nette nulle". Des études empiriques récentes viennent confirmer la pertinence d'une telle prise en considération. À partir d'analyses sur micro-données, Parker *et al.*⁽²⁵⁾ regardent les différences dans les dépenses de consommation des ménages qui ont bénéficié de remboursements d'impôts à un ou deux mois d'intervalle, lors des récessions de 2001 et 2008. En moyenne, ces derniers dépensent entre un quart et un tiers du montant perçu en achats de biens non durables. Il s'ensuit une plus forte sensibilité de la croissance au revenu courant des agents⁽²⁶⁾.

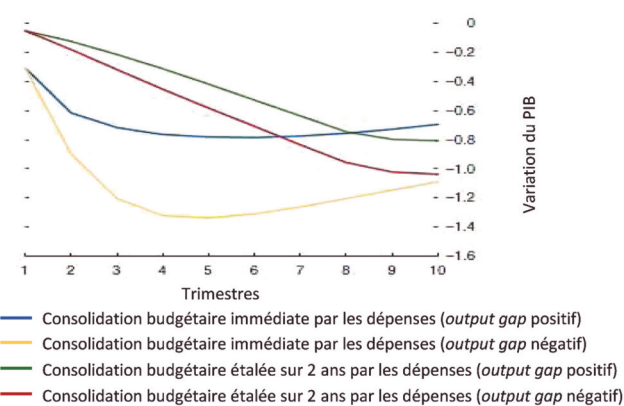
La politique budgétaire a donc une efficacité accrue dès lors qu'elle tempère la hausse du chômage et la baisse des salaires par des dépenses supplémentaires ou qu'elle vise spécifiquement, par des transferts ciblés, les personnes qui subissent ces contraintes.

Les coûts des ajustements budgétaires à court et long terme

Il ressort de l'analyse précédente que les multiplicateurs budgétaires sont d'autant plus élevés que les agents cherchent à se désendetter et subissent des contraintes plus grandes pour emprunter, que le chômage est impor-

tant et que les taux d'intérêt directs fixés par la banque centrale sont proches de zéro. L'implication en termes de politique économique laisse ainsi apparaître des coûts liés aux ajustements budgétaires plus significatifs. Un ordre de grandeur est donné à la fin de l'étude empirique de Baum, Poplawski-Ribeiro et Weber⁽²⁷⁾ réalisée à partir des dépenses faites dans les pays du G7 : lorsque l'*output gap* est négatif initialement, la consolidation budgétaire a un impact à court terme sur le PIB beaucoup plus fort qu'un ajustement plus graduel, comme le montre le graphique 3.

Graphique 3
Impact cumulé sur le PIB d'un point de consolidation budgétaire



Note : L'*output gap* désigne la différence entre la production effective et la production potentielle.
Sources : FMI [2012] ; Baum A., Poplawski-Ribeiro M. et Weber C. [2012].

De tels résultats doivent cependant être analysés avec précaution. Nous choisissons de les confronter à des simulations réalisées pour la zone euro à partir du modèle MARS (encadré 2)⁽²⁸⁾. Même si ce type de modèle présente des limites, il a l'avantage de permettre d'évaluer les effets d'une relance budgétaire suivie par une consolidation en faisant varier la vitesse et la composition de l'ajustement.

[21] Eggertsson G. [2010], "What fiscal policy is effective at zero interest rates?", *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 25, p. 59-112. Christiano L., Eichenbaum M. et Rebelo S. [2011], "When is the government spending multiplier large?", *Journal of Political Economy*, vol. 119, p. 78-121. Les principaux résultats de cette littérature sont résumés dans Brand T. [2011], "La crise et ses répercussions sur la conduite des politiques monétaire et budgétaire", *La note d'analyse*, n° 238, Centre d'analyse stratégique.

[22] La plupart des modèles qui simulent les effets de taux d'intérêt nul font mordre cette contrainte en modifiant le paramètre de préférence pour le présent des agents, ce qui les pousse à épargner et déclenche la récession. Ce choix permet alors d'étudier les effets des politiques budgétaires dans ce nouveau contexte. Pourtant, simuler un choc exogène pour parvenir à la contrainte de taux nul, au lieu de la considérer comme une conséquence de déséquilibres endogènes, peut conduire à négliger les conditions économiques spécifiques qui légitiment au premier chef la politique budgétaire.

[23] Hall R. [2011], "The long slump", *American Economic Review*, vol. 101, p. 431-469.

[24] Mankiw G. N. [2000], "The savers-spenders theory of fiscal policy", *American Economic Review*, vol. 90, p. 120-125.

[25] Parker J., Souleles N., Johnson D. et McClelland R. [2011], "Consumer spending and the economic stimulus payments of 2008", *NBER Working Paper*.

[26] Les simulations faites à l'aide d'un modèle d'équilibre général calculable qui intègre ce type de contraintes financières mettent aussi en évidence un doublement du multiplicateur budgétaire selon que l'économie est en expansion ou en récession [voir Canzoneri M., Collard F., Dells H. et Diba B. [2011], "Fiscal multipliers in recessions", non publié]. En outre, Michailat montre à partir d'un modèle calibré sur les États-Unis qu'un taux de chômage qui passe de 5 % à 8 % a pour conséquence un doublement du multiplicateur. L'idée sous-jacente est que le surcroît de dépenses publiques en situation de récession n'évince pas la demande de travail privée : la relance budgétaire permet aux chômeurs de trouver un emploi qu'ils n'auraient pas eu sinon [Michailat P. [2012], "A theory of countercyclical government-consumption multiplier", CEPR, *Discussion Paper Series*, n° 9052].

[27] Baum A., Poplawski-Ribeiro M. et Weber C. [2012], *op. cit.*

[28] Brand T. [2012], "Politique budgétaire en équilibre général : une analyse appliquée à la zone euro", *Document de travail*, n° 2012-3, Centre d'analyse stratégique.

Encadré 2

Le modèle MARS utilisé pour les simulations d'ajustement budgétaire en zone euro

Le Centre d'analyse stratégique s'est doté d'un outil de simulation macroéconomique de type DSGE (*dynamic stochastic general equilibrium*). L'usage de ce type de modèle s'est répandu dans les banques centrales au cours de la dernière décennie pour simuler l'impact d'une modification des taux d'intérêt directeurs. Plus récemment, ces modèles se sont enrichis pour étudier les interactions entre politiques monétaire et budgétaire. Il est ainsi devenu possible d'examiner, à partir d'un tel modèle, l'impact d'une réforme fiscale sur la consommation, l'investissement, les salaires, le chômage, le déficit courant, etc.

Le modèle MARS est calibré sur l'ensemble de la zone euro, considérée comme une économie ouverte dotée d'une politique budgétaire moyenne. Il comporte huit instruments budgétaires différenciés : consommation publique, investissement public, taxe sur les revenus du capital, taxe sur la consommation, cotisations sociales (employés et employeurs), transferts totaux et transferts ciblés vers les ménages contraints financièrement.

À l'aide de l'un de ces huit instruments, on simule une relance de 1 % du PIB, suivie par la mise en place d'une consolidation budgétaire au bout de deux ans environ. Cet exercice rend compte de manière stylisée de ce qui s'est passé depuis 2008 dans la zone euro.

Le modèle est au départ calibré de telle manière que la vitesse de consolidation budgétaire correspond à celle fixée dans le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance^[29] : les dépenses doivent diminuer et les recettes augmenter afin de résorber l'écart entre la dette publique effective et la dette publique cible (60 % du PIB), à hauteur d'un vingtième par an.

En outre, lors du dernier épisode de consolidation budgétaire dans la zone euro, entre 1997 et 2001, 80 % de l'amélioration du solde primaire passait par une diminution des dépenses, et donc 20 % par une augmentation des recettes.

Nous retenons ce partage dans la calibration du modèle. La question est alors d'évaluer l'impact sur le PIB de la zone euro d'une modification de la vitesse de consolidation et de la composition de l'ajustement.

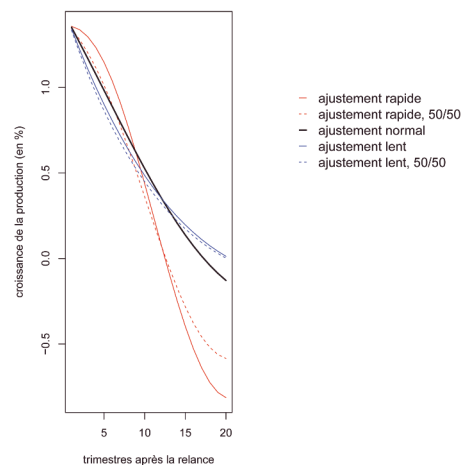
D'après les simulations du modèle, une augmentation de la consommation publique d'un point de production dans la zone euro entraîne à court terme une augmentation de la production de 1,3 point (graphique 4). L'ajustement budgétaire qui suit, s'il est rapide, peut être bénéfique à court terme. La banque centrale anticipe en effet une inflation négative à moyen terme et donc ajuste à la baisse les taux

d'intérêt, ce qui stimule la consommation et l'investissement à court terme. En revanche, un ajustement rapide a des effets fortement négatifs sur la croissance à moyen terme, *via* une baisse de la demande globale qui pèse sur le marché du travail, comprimant les salaires et la consommation des ménages. Ces effets pervers mis en avant par les simulations du modèle, qui sont présents quel que soit le type de relance^[30], confirment ainsi les estimations empiriques de Baum, Poplawski-Ribeiro et Weber^[31].

L'élément nouveau est que l'impact négatif sur la production d'une accélération des consolidations budgétaires peut être atténué, d'après le graphique 4, si la consolidation en zone euro passe davantage que la moyenne par une augmentation des recettes. Là encore, ces résultats se généralisent à tous les types de relance. Autrement dit, pour une même vitesse d'ajustement globale, les coûts supplémentaires d'une augmentation plus rapide des impôts sont inférieurs aux gains d'une diminution plus lente des dépenses. De plus, la composition de l'ajustement joue un rôle beaucoup moins déterminant sur la croissance lorsque l'ajustement budgétaire est graduel^[32].

Graphique 4

Croissance de la production par rapport à la production potentielle, après une relance par la consommation publique, en fonction de la vitesse et de la composition de l'ajustement budgétaire



Note : L'ajustement *normal* signifie qu'un vingtième de l'écart de dette par rapport à l'équilibre est résorbé en une année et que 80 % de l'amélioration du solde primaire passe par une diminution des dépenses publiques. L'ajustement *rapide* signifie une résorption de l'écart de dette par rapport à l'équilibre d'un dixième par an, l'ajustement *lent* d'un quarantième. L'ajustement *50/50* signifie une amélioration du solde primaire autant par les recettes que par les dépenses. L'axe des abscisses désigne le temps en trimestres à partir du choc. Le choc représente 1 % de la production d'équilibre.

Sources : Simulation Centre d'analyse stratégique et Brand T. [2012].



[29] Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG), signé par les États membres de l'Union européenne (à l'exception de la République tchèque et du Royaume-Uni) en mars 2012.

[30] Brand T. [2012], *op. cit.*

[31] Baum A., Poplawski-Ribeiro M. et Weber C. [2012], *op. cit.*

[32] Contrairement aux affirmations d'Alesina A. et Giavazzi F. [2012], "The austerity question: « How » is as important as « how much »", *VoxEU.org*, 3 avril, la composition des ajustements budgétaires n'est donc pas en elle-même déterminante. Elle ne le devient que lorsque les États s'engagent dans des politiques rapides de consolidation.

En outre, une consolidation budgétaire qui passe par une réduction des dépenses publiques peut entraîner à court terme une dette publique, exprimée en pourcentage du PIB, supérieure à la valeur pré-ajustement, et ce durant près de deux ans⁽³³⁾. L'augmentation du ratio tient essentiellement à la diminution de l'assiette des impôts, et donc des recettes de l'État, qui agit positivement sur le numérateur, et à la croissance négative de la production qui réduit le dénominateur. Ces résultats sont corroborés par l'étude empirique de Cafiso et Cellini⁽³⁴⁾. Ces derniers montrent ainsi, pour les pays de la zone euro, que les ajustements budgétaires sont plus probablement associés à une augmentation du ratio de dette publique, en points de PIB, dans les deux années qui suivent une telle politique.

Les résultats de ces simulations ne remettent pas en cause l'objectif de long terme de désendettement public, qui permet de diminuer les taux d'intérêt comme le montrent par exemple Clinton *et al.*⁽³⁵⁾. L'idée est qu'à long terme une dette publique trop élevée vient évincer le capital privé. De même, ces simulations ne tiennent pas compte de l'impact négatif sur l'activité que peuvent avoir, sur le long terme, des taux de prélèvement trop élevés.

Les effets bénéfiques de la consolidation doivent cependant être mis en regard des coûts pour la croissance potentielle d'un taux de chômage durablement élevé si les mesures de soutien à l'activité sont retirées trop rapidement. L'idée de DeLong et Summers⁽³⁶⁾ est d'introduire l'hystérèse du chômage dans le calcul coûts/avantages de la consolidation, selon laquelle une période prolongée de chômage élevé, même conjoncturel, nuit inmanquablement à la croissance potentielle à moyen terme. En effet, le capital humain de personnes éloignées de l'emploi peut se déprécier et ces dernières retrouveront plus difficilement un travail même lorsque la croissance sera plus forte. Il en résulte que, même pour un paramètre d'hystérèse faible, les taux d'intérêt sur la dette doivent être très élevés pour justifier une consolidation budgétaire très rapide.

Plusieurs pays de la zone euro subissent cependant – ou sont susceptibles de subir – des taux d'intérêt qui justifient les politiques de consolidation budgétaire. Dans ce cas, l'une des pistes consisterait à différer de telles politiques dans les pays où les États ne sont pas soumis à des contraintes de financement similaires. De la même manière que les États ont réussi à se coordonner au moment de la mise en place des plans de relance en

2008, une coordination des politiques de consolidation pourrait être envisagée *a minima*⁽³⁷⁾. À partir de l'étude historique des réductions de dette publique, d'autres pistes peuvent aussi être envisagées qui minimisent l'effet négatif sur la croissance.

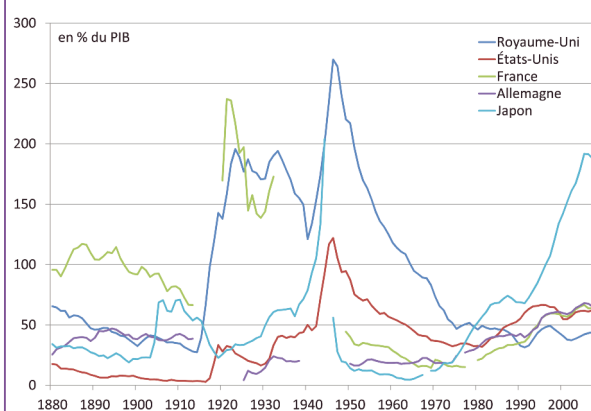
DES CANAUX COMPLÉMENTAIRES POUR RÉDUIRE L'ENDETTEMENT PUBLIC

Si l'on décompose de manière comptable la dynamique du ratio dette publique/PIB, la réduction du déficit primaire sur laquelle nous avons insisté jusqu'à présent apparaît comme un facteur parmi d'autres, tels les taux de croissance et les taux d'intérêt effectifs sur la dette. Ces derniers ont d'ailleurs joué un rôle important dans des épisodes historiques de réduction de dette publique. Sans être exempts de défauts, ils peuvent être davantage étudiés dans les stratégies actuelles de désendettement public.

La réduction des dettes publiques ne se résume pas à celle des déficits primaires

Les fortes augmentations de dette publique auxquelles nous assistons aujourd'hui ont déjà eu lieu par le passé comme l'indique le graphique 5. Elles ont été la conséquence de guerres mais aussi de crises bancaires et financières qui mettent historiquement sous tension les finances publiques, voire entraînent des crises de dette publique⁽³⁸⁾.

Graphique 5
Dette publique sur la période 1880-2011, en % du PIB



[33] On se limite ici aux instruments budgétaires qui ont le plus d'impact sur la production (consommation publique, investissement public et transferts ciblés vers les ménages contraints financièrement). Comme l'encadré 2 le souligne, les consolidations budgétaires passent majoritairement par ce type de dépenses dans la zone euro. Une consolidation par les recettes a un effet à court terme plus faible sur la dette publique. Pour une étude des consolidations *via* d'autres instruments budgétaires, voir Brand T. [2012], *op. cit.*

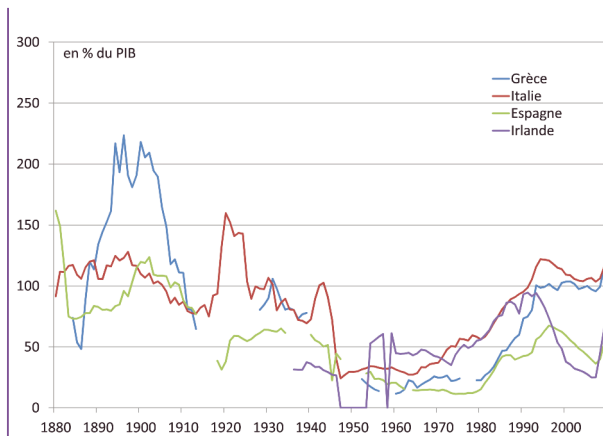
[34] Cafiso G. et Cellini R. [2012], "Evidence on fiscal consolidations and the evolution of public debt in Europe", non publié.

[35] Clinton K., Kumhof M., Laxton D. et Mursula S. [2011], "Deficit reduction: Short-term pain for long-term gain", *European Economic Review*, vol. 55, p. 118-139.

[36] DeLong B. et Summers L. [2012], "Fiscal policy in a depressed economy", *Brookings Paper on Economic Activity*, mars.

[37] Le FMI avait souligné l'importance de la coordination des plans de relance budgétaire, avec un doublement des effets bénéfiques dans ce cas (Guajardo J., Leigh D. et Pescatori A. [2010], *op. cit.*).

[38] Reinhart C. et Rogoff K. [2011], "From financial crash to debt crisis", *American Economic Review*, vol. 101, p. 1676-1706.



Source : Abbas *et al.* [2010]

À partir de l'analyse des épisodes de réduction de dette publique sur un échantillon initial couvrant 174 pays depuis la fin du XIX^e siècle, Abbas *et al.*⁽³⁹⁾ estiment la part des différents facteurs de réduction des dettes publiques en fonction des zones géographiques et des sous-périodes (encadré 3). Pour une diminution moyenne des dettes publiques de 37 points de PIB, environ la moitié est imputable à l'amélioration du surplus primaire et l'autre moitié à une différence favorable entre le taux de croissance et le taux d'intérêt effectif sur la dette. Une décomposition supplémentaire souligne que le taux de croissance était environ deux fois supérieur aux taux d'intérêt effectifs⁽⁴⁰⁾. Ces résultats sont encore plus nets si l'on observe le taux de croissance sur la période 1945-1970, qui correspond à la reconstruction et à la convergence des économies européennes vers les États-Unis. Ils viennent confirmer ceux établis par Reinhart et Sbrancia⁽⁴¹⁾, pour lesquels la "répression financière" a permis, au cours de cette dernière période, une "liquidation" des dettes publiques dans des proportions substantielles au sein des pays industrialisés, qu'il s'agit d'examiner plus avant.



Encadré 3

Dynamique de la dette publique

La dynamique globale de la dette publique peut être appréhendée à partir de l'équation :

$$d_t - d_{t-1} = \frac{i_t - \gamma_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1} - sp_t + sf_t$$

Celle-ci établit que le changement dans le ratio dette publique/ PIB d_t entre $t-1$ et t est la somme de trois termes⁽⁴²⁾ :

- (i) le produit du ratio de dette en $t-1$ et de la différence entre le taux d'intérêt effectif sur la dette i_t et le taux de croissance de l'économie γ_t ;
- (ii) le solde primaire sp_t , en part de PIB ;
- (iii) le résidu d'ajustement stock-flux sf_t , qui incorpore les effets de valorisation ainsi que les erreurs ou omissions, en part de PIB.

La régulation publique, implicite ou explicite, des taux d'intérêt réels sur la dette

L'expression de "répression financière" utilisée par Reinhart et Sbrancia⁽⁴³⁾ peut être comprise comme l'opposé du mouvement de libéralisation financière de la fin des années 1970. Pour les auteurs, un tel processus désigne plus précisément une orientation de l'épargne privée par les pouvoirs publics (pour accorder des prêts directs aux États par exemple) ; un plafond implicite ou explicite sur les taux d'intérêt ; une limitation des mouvements de capitaux ; des ratios prudentiels qui privilégient les titres publics et éventuellement une nationalisation des banques.

Sur les années 1945-1980, ces différents facteurs ont ainsi permis aux États-Unis d'avoir des taux d'intérêt réels négatifs sur la dette publique, pendant près de la moitié de cette période⁽⁴⁴⁾. L'accord emblématique qui a permis de telles conditions de financement est celui passé entre la Fed et le Trésor américain à partir d'avril 1942, après l'entrée en guerre des États-Unis. La Fed s'est ainsi engagée publiquement à maintenir des taux d'intérêt sur les titres courts de dette publique à 3/8 %. En pratique, elle a établi *de facto* un plafond pour les taux longs sur la dette de 2,5 %. Au sortir de la guerre, l'objectif prioritaire est de prévenir une nouvelle Grande Dépression et l'augmentation du chômage. Mais, lorsque les tensions inflationnistes se sont manifestées du fait notamment de la préparation de la guerre de Corée, l'accord Fed-Trésor conclu en mars 1951 a dégagé la banque centrale américaine de cette obligation.

Comme l'indique le graphique 6, une gestion par la Fed de la dette publique américaine semble aujourd'hui de nouveau à l'œuvre, avec les bons du Trésor qui représentent

[39] Abbas A., Belhocine N., ElGanaïny A. et Horton M. [2010], "A historical public debt database", *IMF Working Paper*.

[40] En restreignant l'échantillon aux seuls pays européens, les auteurs montrent que, si l'ampleur moyenne de la réduction était identique, la différence favorable entre croissance et taux d'intérêt ne jouait en revanche plus que pour un tiers.

[41] Reinhart C. et Sbrancia M. [2011], "The liquidation of government debt", *NBER Working Paper*, mars.

[42] Escolano J. [2010], "A practical guide to public debt dynamics, fiscal sustainability, and cyclical adjustment of budgetary aggregates", *IMF Technical Notes*.

[43] Reinhart C. et Sbrancia M. [2011], *op. cit.*

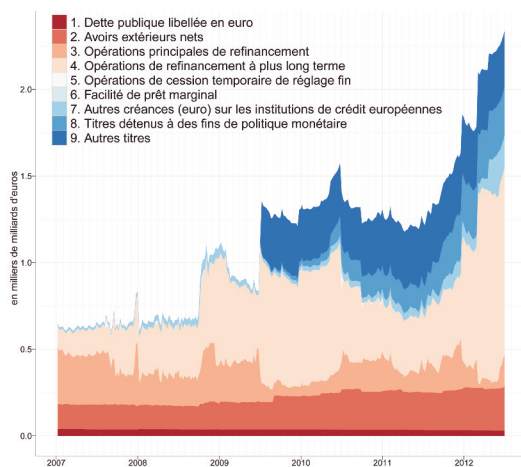
[44] *Ibidem*.

[45] La dette publique américaine totale passe de 10 000 milliards de dollars en juillet 2008 à 15 600 milliards au premier trimestre 2012. Sur la même période, le montant des bons du Trésor américain détenus par la Fed passe de 500 milliards de dollars à 1 600 milliards. Ainsi, l'équivalent d'un cinquième des émissions de titres publics ont été acquises par la Fed sur cette période.

une partie substantielle de ses actifs⁽⁴⁵⁾. Si l'on ajoute la récupération du bilan des organismes parapublics de crédit hypothécaire Freddie Mac et Fannie Mae, la quasi-totalité des actifs de la Fed est composée de titres publics au sens large. Une telle gestion par la Banque centrale européenne (BCE) apparaît en regard très résiduelle (graphique 6). Pour autant, la détention d'une plus grande partie de la dette publique américaine par la Fed n'est pas en soi une panacée. L'augmentation très forte de monnaie centrale, en contrepartie de l'achat de titres, alimente essentiellement les réserves des banques auprès de la Fed (qui passent d'environ 100 milliards de dollars en août 2008 à plus de 1 600 milliards en juillet 2012), sans qu'on puisse déterminer à long terme leur impact. Plusieurs analystes témoignent en effet de certaines inquiétudes face à cet accroissement de liquidités qui peuvent être à l'origine de nouvelles bulles. Les avantages de court terme, en matière de taux d'intérêt, sont cependant reconnus et ont d'ailleurs justifié la création du Mécanisme européen de stabilité (MES). Ce dispositif crée, entre les États signataires, un fonds commun de créances qui peut lever des fonds sur les marchés financiers pour un montant allant jusqu'à 500 milliards d'euros, afin d'aider un État en difficulté, à des conditions préalablement définies⁽⁴⁶⁾. Avec le même objectif de minimisation des taux d'intérêt effectifs pesant sur la dette publique, les pays membres de la zone euro pourraient privilégier d'autres instruments de régulation évoqués précédemment pour garantir des taux d'intérêt bas, comme l'orientation explicite d'une partie de l'épargne vers les titres publics.

Graphique 6

Composition des actifs de la BCE et de la Réserve fédérale, 2007-2012

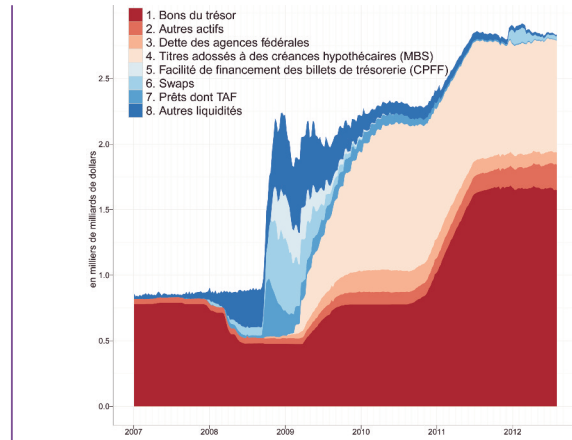


[46] Il doit remplacer le Fonds européen de stabilité financière (FESF), mis en place temporairement à la suite de la crise des dettes souveraines en mai 2010, pour éviter à la Grèce le défaut de paiement.

[47] Commission européenne (2012), *Report on Public Finances in EMU*, juillet.

[48] Paredes J., Pedregal D. et Pérez P. (2009), "A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information", *ECB Working Paper*.

[49] Giannone D., Henry J., Lalik M. et Modugno M. (2010), "An area-wide real-time database for the Euro area", *ECB Working Paper*.



Source : Fred Economic Data, BCE.

Stimuler la croissance potentielle grâce à l'investissement public

L'autre facteur essentiel dans la stratégie de réduction des dettes publiques est la croissance de la production. Si les stratégies de croissance en Europe dépassent largement le cadre de notre analyse et qu'elles ne relèvent pas uniquement des États, force est de constater aujourd'hui que l'investissement public, puissant générateur d'externalités de croissance, subit les effets des consolidations budgétaires. En effet, la chute de l'investissement public de plus de 1 point de PIB lors des réductions de déficit mises en œuvre pour se conformer au Traité de Maastricht (graphique 7) semble de nouveau à l'œuvre dans les projections de plans d'ajustement des pays de la zone euro, puisque, selon les projections de la Commission européenne⁽⁴⁷⁾, en 2013 le ratio investissement public/PIB chuterait à 2,1 % dans la zone euro. Or l'investissement public est doublement efficace en situation de croissance faible dans la mesure où il permet à la fois de soutenir la demande globale et d'augmenter la productivité à moyen terme.

Graphique 7

Investissement public dans la zone euro, 1980-2010, en % du PIB



Sources : Paredes et al. (2011)^[48], Giannone et al. (2010)^[49], Commission européenne (2012), calcul Centre d'analyse stratégique.

L'un des moyens d'éviter les effets pervers de la réduction de l'investissement est de recourir à de telles dépenses à l'échelon européen. Le Pacte de croissance adopté lors du sommet européen des 28 et 29 juin 2012, d'un montant de 120 milliards d'euros (soit un peu plus de 1 % du PIB de la zone euro), devrait compenser les réductions décidées au niveau national et permettre ainsi de sanctuariser une partie des dépenses publiques d'investissement⁽⁵⁰⁾. À l'heure où les prévisions de la Commission européenne indiquent une croissance négative pour la zone euro en 2012 (-0,3 %), le délai de mise en œuvre d'un tel pacte sera naturellement déterminant.

CONCLUSION La poursuite du processus de désendettement privé, lié au lent assainissement des bilans bancaires, ainsi que des taux de chômage élevés, créent des conditions dans lesquelles le rythme de réduction de la dette publique doit être calibré avec soin. En outre, les ajustements budgétaires européens doivent privilégier d'autres canaux que la baisse de l'investissement public, source d'externalités de croissance et nécessaire elle-même au désendettement.

► **Mots clés :** Politique budgétaire, relance budgétaire, multiplicateur budgétaire, ajustement budgétaire, modèle néokeynésien.



Thomas Brand, département Économie Finances



[50] Pour le détail des mesures, voir le discours de Herman Van Rompuy, http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131358.pdf

**AUTRES
PUBLICATIONS
À CONSULTER**

sur www.strategie.gouv.fr, rubrique publications

Notes d'analyse :

N° 285 ■ **La croissance chez les grands émergents : convergences et tensions** (septembre 2012)

N° 286 ■ **Convergence des économies européennes : vingt ans après** (septembre 2012)

Retrouvez les dernières actualités du Centre d'analyse stratégique sur :

-  **Internet** : www.strategie.gouv.fr
-  **Facebook** : [centredanalysestrategique](https://www.facebook.com/centredanalysestrategique)
-  **Twitter** : [Strategie_Gouv](https://twitter.com/Strategie_Gouv)



La Note d'analyse n° 287 - septembre 2012 est une publication du Centre d'analyse stratégique

Directeur de la publication : Vincent Chriqui, directeur général

Directeur de la rédaction : Hervé Monange, directeur général adjoint

Secrétaire de rédaction : Delphine Gorges

Impression : Centre d'analyse stratégique

Dépôt légal : septembre 2012

N° ISSN : 1760-5733

Contact presse :

Jean-Michel Roullé, responsable de la communication

01 42 75 61 37 / 06 46 55 38 38

jean-michel.roulle@strategie.gouv.fr



Le Centre d'analyse stratégique est une institution d'expertise et d'aide à la décision placée auprès du Premier ministre. Il a pour mission d'éclairer le gouvernement dans la définition et la mise en œuvre de ses orientations stratégiques en matière économique, sociale, environnementale et technologique. Il préfigure, à la demande du Premier ministre, les principales réformes gouvernementales. Il mène par ailleurs, de sa propre initiative, des études et analyses dans le cadre d'un programme de travail annuel. Il s'appuie sur un comité d'orientation qui comprend onze membres, dont deux députés et deux sénateurs et un membre du Conseil économique, social et environnemental. Il travaille en réseau avec les principaux conseils d'expertise et de concertation placés auprès du Premier ministre : le Conseil d'analyse économique, le Conseil d'analyse de la société, le Conseil d'orientation pour l'emploi, le Conseil d'orientation des retraites, le Haut Conseil à l'intégration.

www.strategie.gouv.fr