

GEORGES DE MÉNIL ¹

LES POLITIQUES BUDGÉTAIRES EN EUROPE À LA VEILLE DE L'UNION MONÉTAIRE

RÉSUMÉ Cet article prolonge et développe une série d'études récentes démontrant que, dans certaines conditions, des politiques budgétaires traditionnelles peuvent entraîner des effets « non keynésiens », c'est-à-dire qu'une relance des dépenses de consommation de l'Etat peut, non pas augmenter, mais réduire la consommation et le PIB. On s'efforce aussi – dans cette étude qui est de portée générale – de tirer des enseignements pour les décisions budgétaires auxquelles les gouvernements européens ont à faire face à la veille de l'entrée en Union monétaire.

L'article commence avec un rappel de l'importance pour toute analyse de politique budgétaire de la nature des anticipations des agents et de la flexibilité des prix. Quand les anticipations sont rationnelles sur un horizon lointain, et que les prix s'ajustent pour assurer l'équilibre des marchés (ces deux hypothèses définissent la « nouvelle macroéconomie », qui est aussi

la macroéconomie classique), seuls les changements de régime – c'est-à-dire les modifications permanentes des structures qui conditionnent les marchés – ont un effet significatif sur les équilibres économiques de long terme. Un des enseignements principaux de cette « nouvelle macroéconomie » (qui est particulièrement approprié pour l'analyse de l'entrée en Union monétaire, car elle constitue effectivement un changement de régime) touche les effets de la politique budgétaire : une réduction permanente des dépenses de consommation de l'Etat entraîne et implique une réduction permanente équivalente des impôts. L'un et l'autre entraînent une augmentation de la consommation et du PIB, et non pas une diminution, comme le préconisait Keynes.

La partie empirique de l'étude consiste en une analyse économétrique de 65 épisodes de consolidation budgétaire importante dans les pays de l'OCDE de 1960 à 1992. Les épisodes sont ceux que Perotti

1. Georges de Ménil est directeur d'études à l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales, et chercheur au Département et Laboratoire d'Economie Théorique et Appliquée (DELTA).

Cet article a été préparé pour la conférence organisée par le CEPII et le DELTA, le 12 septembre 1996, sur les effets macroéconomiques des ajustements budgétaires, qui s'est tenue à l'Assemblée nationale à Paris. Cette conférence a bénéficié du concours de la Fondation Florence Gould, de la Fondation franco-américaine, de la Maison des sciences de l'Homme, du CEPII et de l'Assemblée nationale.

L'article a bénéficié de discussions avec Gilles St Paul et Jean Pisani-Ferry, de l'assistance généreuse (pour ce qui concerne les données) de Roberto Perotti, et des efforts et commentaires inestimables des assistants de recherche de l'auteur, Rudiger Arendt et Guillaume Lemonnier. Toute erreur qui persisterait serait de la seule responsabilité de l'auteur.

(1995) identifie par référence au critère de Blanchard. Ici, on évalue, en estimant des formes réduites, l'effet sur la croissance du PIB et de la consommation de t à $t + 4$ des réductions de dépenses et des augmentations d'impôts en t , t étant la date de l'épisode. Les coefficients des formes réduites peuvent être interprétés comme des multiplicateurs de dépenses et d'impôts dont on peut tester la conformité avec les hypothèses non keynésiennes et keynésiennes.

En résultat, on obtient, en moyenne, une confirmation affaiblie mais significative des effets keynésiens. Il ne faut pas s'attendre à ce que les réductions de déficits mandatés par le traité de Maastricht aient des effets de relance miracle.

Par contre, il s'avère que ce résultat est fortement conditionné par le degré de développement des marchés financiers. On identifie l'accès pour les ménages au crédit hypothécaire, mesuré par un taux d'endettement, comme critère privilégié de l'absence relative des contraintes de liquidités. Il s'avère que, d'après ce critère, les ménages

sont relativement peu contraints en Grande-Bretagne, au Danemark, aux Pays-Bas et en République Fédérale Allemande (pour citer des exemples européens), et, au contraire contraints en France, en Finlande, en Irlande et dans tous les pays de l'Europe méridionale. Les estimations démontrent que les multiplicateurs sont significatifs et de signe keynésien dans les pays dans lesquels les ménages sont sujets à des contraintes de liquidités, et non significativement différents de zéro dans les pays dans lesquels les ménages ont un accès large au crédit. Ce résultat négatif suggère que les effets non keynésiens équilibrent les effets keynésiens quand l'accès au crédit est large.

L'article termine en proposant que l'entrée en Union monétaire soit accompagnée par une nouvelle vague de déréglementation financière, concentrée sur l'accès au crédit hypothécaire. D'autres propositions pour assurer que le passage à l'Union monétaire soit l'occasion d'une relance européenne sont avancées.

La progression vers l'Union monétaire confronte les gouvernements à un choix de régime. Basculeront-ils ou non, ensemble, d'un régime dans lequel des déficits budgétaires substantiels ne sont pas rares, et où chaque nation conserve le droit de dévaluer sa monnaie, vers un régime de monnaie commune, marqué par des politiques budgétaires relativement strictes ? Il est une autre question, moins clairement définie, et néanmoins liée : les dépenses et la fiscalité publiques basculeront-elles d'un régime où elles sont historiquement élevées vers un régime où elles seront plus faibles ? ².

Les effets d'un changement de régime sont fondamentalement différents des conséquences d'ajustements marginaux : c'est l'une des principales leçons de l'analyse macroéconomique des vingt dernières années. Ces ajustements marginaux étant systématiques, les agents rationnels tendent à les prendre en compte dans leurs anticipations : ils ont donc moins d'impact sur leur comportement que des discontinuités qui promettent un changement économique structurel.

2. Cette Union monétaire européenne, telle qu'elle est définie dans le traité de Maastricht, est plus qu'une simple union monétaire : elle a pour objectif la stabilité des prix et la faiblesse des déficits budgétaires. Dans les pays membres qui s'efforcent de respecter les critères d'adhésion prévus dans le traité, et qui doivent par conséquent réduire les déficits, les gouvernements ont plus particulièrement insisté sur la diminution des dépenses publiques. L'introduction de OCDE (1996) aborde cette question.

Ceci présente une conséquence évidente pour le débat budgétaire en Europe à la veille de l'Union monétaire : il convient d'analyser les politiques non pas comme une succession de modifications marginales de dépenses et de fiscalité publiques, mais comme composante intégrale d'un changement de régime. Les progrès récents de la littérature portant sur les effets des politiques budgétaires avec anticipations rationnelles apparaissent donc particulièrement pertinents pour le débat sur la politique européenne.

Certains économistes soutiennent depuis longtemps que des réductions permanentes de dépense publique peuvent être expansionnistes si elles sont perçues comme annonciatrices de diminutions d'impôts futures (Feldstein, 1982 ; Fels & Froelich, 1987). Récemment, l'analyse empirique a apporté la preuve de « l'effet expansionniste des contractions budgétaires » dans certaines circonstances. Giavazzi & Pagano (1990) étudient les contractions budgétaires au Danemark de 1983 à 1986 et en Irlande de 1987 à 1989. Alesina & Perotti (1995a, 1995b) analysent tous les changements majeurs de politique dans l'OCDE depuis 1960, et Giavazzi & Pagano (1995), avec des données OCDE pour la même période, estiment des fonctions de consommation incluant les effets directs des variations de politique budgétaire. Les articles de la conférence pour laquelle cette étude a été préparée tentent, de manière similaire, d'évaluer empiriquement ce que Giavazzi et Pagano ont appelé « les effets non keynésiens des changements de politique budgétaire ».

La présente étude développe des aspects inédits de l'expérience de l'OCDE depuis 1960 et met directement en relation les conclusions de ce champs de recherche et le débat de politique européenne.

On passe d'abord en revue les implications pour la politique budgétaire de la théorie macroéconomique avec anticipations rationnelles. Puis on présente de nouvelles estimations linéaires et non linéaires des conséquences des changements de politique budgétaire sur la production et la demande dans l'OCDE, et analyse le lien entre l'ampleur et le signe de ces effets, et le degré de libéralisation financière des économies étudiées. On aborde ensuite des considérations spécifiques au contexte européen à la veille de l'Union monétaire. On suggère que la réalisation de l'Union monétaire, en éliminant des obstacles à la mobilité du capital, est comparable à la suppression d'un impôt sur les revenus du capital. On conclut par cinq propositions pour la politique macroéconomique européenne.

Les enseignements de l'analyse macroéconomique avec anticipations rationnelles

La littérature portant sur les « effets non keynésiens » de la politique budgétaire insiste, en grande partie, sur les non-linéarités associées à un niveau d'endettement proche du seuil d'insoutenabilité. L'un des fondements des « effets non keynésiens » tient à ce que les réductions de dépenses qui, en temps normal,

déprimeraient la demande et la production, peuvent être expansionnistes lorsqu'une crise budgétaire est imminente, si elles donnent au gouvernement les moyens d'éviter cette crise (voir Sutherland, 1995, entre autres). Cette approche ne convient pas dans le cadre du débat sur la réalisation de l'Union monétaire. Bien que certains pays candidats présentent des niveaux d'endettement élevés, le problème central auquel ils sont confrontés dans l'ensemble n'est évidemment pas d'éviter une crise d'arrêts de paiement sur leurs dettes, mais de prendre la décision de changer ou non de régime monétaire. Il n'est d'ailleurs pas nécessaire de se référer à de telles conditions extrêmes pour justifier l'existence d'« effets non keynésiens ». La littérature sur les équilibres macroéconomiques avec agents rationnels et prix flexibles offre de nombreux exemples de cas dans lesquels les effets de moyen terme de la politique budgétaire vont à l'encontre de l'analyse keynésienne.

Les multiplicateurs de dépense

La référence de base pour l'analyse de ces questions est le modèle de Ramsey (1928) ; il constitue l'élément central de la revue des modèles d'anticipations rationnelles effectuée par Blanchard et Fischer (1989, chapitres 2 et 3). On sait que, lorsque les anticipations sont rationnelles et les prix flexibles, les hausses permanentes de consommation publique réduisent la consommation privée d'équilibre *pari passu* : en langage keynésien, on dit que le multiplicateur de consommation privée lié à des augmentations permanentes de consommation publique est égal à -1. Au fur et à mesure que la dépense publique s'élève, la contrainte de budget intertemporelle impose en effet une augmentation des impôts futurs anticipés dont le montant est égal, en valeur actualisée, à l'augmentation de la dépense publique ; ce qui déprime la consommation privée. Si les impôts finançant la dépense supplémentaire ne réduisent pas – par un quelconque effet de désincitation – la production, alors l'effet « d'éviction » laisserait la production nationale inchangée : dans ce cas, le multiplicateur du PIB de long terme serait nul.

Cependant, le revenu public provenant pour l'essentiel d'impôts portant sur les revenus du travail ou du capital, l'analyse du multiplicateur de long terme du PIB associé à la consommation publique doit, par conséquent, tenir compte d'une éventuelle perte nette associée à ces impôts.

Les impôts sur le revenu du capital ont sur l'intensité de l'accumulation du capital, et donc sur le PIB réel, un effet de long terme substantiel. L'alourdissement de la fiscalité du capital destinée à financer l'augmentation d'une dépense particulière fait donc plus qu'évincer la consommation privée ; elle réduit également la production réelle. Le multiplicateur de long terme du PIB associé à ce type d'augmentation de la dépense publique est négatif.

Lorsque l'augmentation de la dépense publique est financée par une augmentation de la fiscalité du travail, la valeur du multiplicateur théorique du PIB de long terme dépend de l'élasticité de l'offre de travail et de la flexibilité des salaires réels. Il est impossible de résumer brièvement la vaste littérature économétrique portant sur l'offre de travail de long terme dans les pays de l'OCDE ; il existe cependant un consensus pour conclure que son élasticité est faible. Si les

salaires réels sont flexibles dans le long terme, la fiscalité du travail n'aura donc qu'un faible effet sur le PIB d'équilibre de long terme. Mais la rigidité des salaires réels, en particulier en Europe, fait elle-même l'objet d'une importante littérature. Lorsque le coût réel du travail est durablement maintenu, par des forces institutionnelles ou sociologiques, au dessus de la productivité marginale du travail de plein emploi, il en résulte du chômage. L'élévation de la fiscalité du travail augmente ces coûts : elle aura donc pour effet de long terme l'augmentation du chômage et la diminution du PIB réel. Le multiplicateur de long terme d'une hausse de la consommation financée de cette manière sera donc négatif.

En résumé, on peut supposer que, toutes choses égales par ailleurs, l'augmentation des impôts réduit à long terme le PIB d'équilibre (l'ampleur de l'effet dépendra de nombreuses considérations, incluant la nature des taxes). Ceci implique logiquement qu'une consommation publique plus élevée réduira également, toutes choses égales par ailleurs, le PIB d'équilibre. En termes keynésiens, le multiplicateur de long terme du PIB associé à une augmentation de la consommation publique sera négatif, en raison des pertes nettes associées aux impôts qui devront en définitive financer la dépense.

Les multiplicateurs fiscaux

Dans ce qui précède, l'analyse de la fiscalité se limite à ses conséquences sur les multiplicateurs de dépense. La question était alors la suivante : quel est l'effet de long terme d'une augmentation de consommation publique, compte tenu du fait que la dépense devra en définitive être financée par une fiscalité plus élevée. Il convient à présent d'étudier les multiplicateurs de fiscalité eux-mêmes. L'essentiel de l'analyse présentée jusqu'à présent s'appliquera directement.

L'impact d'une modification de la fiscalité sur la consommation et le PIB réel dépend de manière fondamentale de la perception du public : la réforme fiscale constitue-t-elle un changement du mode de financement d'une dépense publique donnée, ou signale-t-elle une modification de cette dépense elle-même ? Ses effets dépendront également, de manière secondaire, de l'horizon de planification de ces agents.

Si les réductions (augmentations) d'impôts sont considérées comme une promesse de réductions (augmentations) de dépenses futures, elles auront le même effet que les réductions (augmentations) de dépenses elles-mêmes. Ainsi, le multiplicateur de consommation à moyen terme associé à une diminution des impôts permanente et crédible, jugée annonciatrice d'une baisse identique des dépenses, sera égal à -1. Si l'impôt était lui-même une source de pertes nettes, sa diminution augmenterait le PIB de long terme. Dans ce cas, le multiplicateur de long terme du PIB serait négatif.

Si les agents estiment que la fiscalité change, mais que les dépenses de l'Etat resteront inchangées, leur comportement sera tout autre. Une modification de fiscalité qui laisse les dépenses publiques inchangées ne peut en effet être permanente : la diminution des impôts aujourd'hui implique nécessairement leur augmentation plus tard, afin d'assurer le service d'une dette plus importante. Ces

réductions d'impôt, sur lesquelles on doit finalement revenir, constituent un financement temporaire du déficit ; leur effet dépend de l'influence du niveau de la dette publique (en supposant qu'elle reste soutenable) sur le PIB réel³, qui dépend elle-même de l'horizon de planification des ménages. Si les familles accordent à la valeur actualisée de la consommation des générations futures la même valeur que celle de leur propre consommation, il y a équivalence ricardienne, et les multiplicateurs de fiscalité sur la consommation et le PIB réel sont proches de zéro⁴. Si les familles n'ont pas un horizon infini (ce serait le cas, même dans un contexte altruiste, si les familles anticipaient leur disparition à terme), il n'y a pas équivalence ricardienne, et l'analyse est un peu plus complexe.

En l'absence d'équivalence ricardienne, l'augmentation du niveau de dette nationale réduira probablement la production d'équilibre (et donc la consommation)⁵. Cet effet permet de tempérer les conclusions précédentes. Les multiplicateurs de fiscalité ne sont pas modifiés lorsque les changements permanents d'impôts sont perçus comme signalant un changement identique de la consommation publique : par nature, ceux-ci n'augmentent ni ne diminuent les niveaux futurs de dette publique. Mais ces multiplicateurs sont modifiés lorsque la variation de la fiscalité affecte uniquement le financement de la dépense publique, en laissant son niveau inchangé. Dans ce contexte (et dans ce contexte uniquement), lorsque les anticipations sont rationnelles, une hausse des impôts peut produire une augmentation de la production et de la consommation à long terme. Augmenter les impôts maintenant permet de ne pas les augmenter plus tard : la dette publique diminue, ce qui augmente le revenu (et donc la consommation) d'équilibre (avec l'équivalence ricardienne, les effets anticipés de long terme étaient proches de zéro).

La comparaison des multiplicateurs keynésiens et non keynésiens

Le TABLEAU 1 compare les multiplicateurs keynésiens avec les multiplicateurs de long terme non keynésiens étudiés *supra*. C'est dans le cas des multiplicateurs de dépense publique que la différence est la plus nette. Dans les modèles avec anticipations rationnelles étudiés, l'augmentation de la dépense publique provoque une diminution de la production et de la consommation (son effet keynésien serait, au contraire, leur augmentation). Le signe négatif du multiplicateur non keynésien de production reflète l'hypothèse selon laquelle la plupart des impôts (et donc des dépenses) provoquent des pertes nettes significatives pour la société.

4. Il convient de tenir compte de la non-linéarité éventuelle liée aux pertes nettes. La diminution des impôts aujourd'hui conduit à une augmentation des impôts futurs supérieurs, car un taux d'intérêt réel positif signifie que le service de la dette à venir excédera la diminution d'impôts actuelle. Par conséquent, la perte nette future sera plus importante que le gain net actuel (voir Blanchard, 1989).

5. Le chapitre 3 de Blanchard & Fischer (1989) propose un résumé judicieux des considérations relatives aux situations dans lesquelles il n'y a pas équivalence ricardienne. Dans les parties 3.3 et 3.4, les familles sont confrontées à une probabilité de mort constante (supposée égale à zéro dans Ramsey) ; dans ce cas, la modification de cette probabilité permet d'augmenter ou diminuer de manière lisse le degré d'équivalence ricardienne (les familles peuvent disparaître du fait de la mobilité géographique, de ruptures sociales ou d'accident).

TABLEAU 1

Comparaison des multiplicateurs keynésiens et non keynésiens

Multiplicateurs de dépense

Keynésien	Non keynésien
$\frac{dc}{dg} > 0, \frac{dy}{dg} > 0$	$\frac{dc}{dg} < 0, \frac{dy}{dg} < 0$

Multiplicateurs de fiscalité

Keynésien	Non keynésien
$\frac{dc}{dt} < 0, \frac{dy}{dt} < 0$	<p>(a) Si la réforme fiscale annonce des changements équivalents de la dépense publique</p> <p style="text-align: center;">$\frac{dc}{dt} < 0, \frac{dy}{dt} < 0$</p> <p>(b) Si on anticipe que la dépense publique ne sera pas modifiée, et si la réforme fiscale, par conséquent temporaire, entraîne une augmentation ou une diminution de la dette</p> <p>(i) La dette est neutre (ii) La dette importe</p> <p style="text-align: center;">$\frac{dc}{dt} \approx \frac{dy}{dt} \approx 0$ $\frac{dc}{dt} > 0, \frac{dy}{dt} > 0$</p>

Pour ce qui concerne les multiplicateurs fiscaux, la comparaison est ambiguë. Le signe des multiplicateurs non keynésiens dépend de manière critique de la permanence – telle que la perçoivent les agents – du changement fiscal. Les réformes fiscales considérées comme permanentes ont le même effet que (et, de fait, elles impliquent logiquement) des variations de dépense publique de même signe et de même ampleur. Les multiplicateurs non keynésiens ont alors le même signe négatif que leurs équivalents keynésiens : il n'y a pas, entre eux, de différence qualitative.

En revanche, lorsque les agents considèrent que la réforme fiscale introduit une modification du degré de financement par le déficit d'un niveau donné de dépense publique, la dynamique des multiplicateurs est radicalement différente : les multiplicateurs non keynésiens peuvent alors être nuls ou positifs ; ils contrastent donc fortement avec les multiplicateurs keynésiens traditionnels, négatifs.

Les contraintes de liquidité

Les modèles avec anticipations rationnelles qui génèrent les multiplicateurs non keynésiens présentés *supra* supposent tous que les ménages peuvent emprunter autant qu'ils le souhaitent ⁶. Dès lors que la liquidité est limitée par l'existence d'une contrainte de crédit ⁷, leurs implications sont modifiées de manière significative. Les nombreuses limites aux crédits rendent, en effet, les résultats keynésiens plus probables.

Le plafonnement des crédits altère la réactivité des agents privés aux variations de politique budgétaire. Lorsque les prix sont flexibles, il est toujours vrai, même si les agents souffrent d'une contrainte de liquidité, qu'une réduction permanente de la consommation publique, suivie d'une réduction égale et permanente de taxes non neutres, élèvera finalement la consommation privée et la production réelle. Les prix flexibles assurent le plein emploi ; et, dans la logique du plein emploi, la réduction de la dépense publique permet d'augmenter la demande privée, et la diminution de taxes non neutres d'élever finalement le PIB réel. Il est cependant probable que l'ajustement au nouvel équilibre de plein emploi sera nettement plus lent si les agents souffrent d'une contrainte de liquidité. Dans ce cas en effet, les ménages ne peuvent dépenser le revenu additionnel après impôt (lié à la baisse de consommation et de fiscalité publiques) avant que celui-ci ne soit effectivement perçu. Ils ne peuvent pas non plus dépenser les bénéfices des gains d'efficacité résultant de la baisse des impôts, avant qu'ils ne soient effectivement réalisés. Si, en revanche, les ménages – si prudents qu'ils soient – disposent d'une liberté d'endettement substantielle, ils peuvent anticiper l'augmentation de leur revenu après impôts, et même anticiper leurs gains d'efficacité futurs. Dans les modèles comme celui de Ramsey, la combinaison d'anticipations FL rationnelles et non biaisées, et de la liberté d'emprunt, implique que la consommation répond rapidement aux changements de revenu anticipé permanent.

Si les prix ne sont pas flexibles, du moins à court terme, le plein emploi n'est pas assuré, et la baisse de la consommation publique peut avoir, toutes choses égales par ailleurs, un effet dépressif de type keynésien. Si elle induit des anticipations fortes de revenu futur après impôt plus élevé, et si les agents sont libres d'emprunter, leur volonté, provenant d'une confiance accrue dans le futur, d'augmenter leurs dépenses en proportion de la hausse de leur revenu permanent anticipé, peut compenser l'effet dépressif keynésien.

Dans les deux cas, l'absence de contrainte de liquidité, parce qu'elle accélère la vitesse de réalisation des décisions rationnelles de dépense privée, élève la probabilité d'observer des multiplicateurs non keynésiens ⁸. Par conséquent, le degré

6. Pour autant qu'ils ne s'engagent pas dans des mécanismes de type Ponzi.

7. Ceci est vrai, que cette contrainte provienne de contrôles administratifs ou de la réaction endogène des marchés à des asymétries d'information.

8. Deaton (1991) a également montré que les contraintes de liquidité affectent de manière complexe la relation entre consommation et épargne privée, et incertitude. La conséquence ultime des modifications du modèle de Ramsay auxquelles il procède pour tenir compte des contraintes de liquidité est la réduction de la vitesse de réaction des consommateurs aux variations du revenu permanent.

de libéralisation financière d'une économie aura un effet important sur sa réaction aux changements de politique budgétaire. Dans une économie de marchés financiers sous-développés et soumis à des contrôles administratifs étendus, il est plus probable de voir les effets keynésiens l'emporter. Les effets non keynésiens sont, d'autre part, davantage susceptibles de se produire dans une économie aux marchés financiers pleinement développés et libéralisés, où les ménages jouissent d'une grande liberté d'endettement (prudent). Nous chercherons, dans ce qui suit, à soumettre ces propositions concernant la libéralisation financière à des tests empiriques.

Une analyse économétrique des épisodes de consolidation budgétaire dans les pays de l'OCDE

Une composante de la littérature empirique étudie les effets non keynésiens de la politique budgétaire au travers d'études de cas : Danemark, 1983-86 ; Irlande 1987-89 ; et Suède, 1990-93 (Giavazzi & Pagano, 1990, 1995). Un autre courant en recherche les signes de manière plus systématique dans l'histoire récente de l'OCDE (Alesina & Perotti, 1995a, 1995b). Cet article, comme beaucoup de ceux présentés lors de la conférence pour laquelle il a été préparé, appartient à la seconde catégorie. Il s'appuie sur les résultats de Alesina & Perotti (1995b) et cherche à les étendre.

Alesina & Perotti (1995b) identifient des épisodes de changements de politique budgétaire significatifs et discrétionnaires dans les données annuelles de l'OCDE entre 1960 à 1992, et en analysent les caractéristiques et les effets. Leur attention se porte sur les ajustements budgétaires, et sur la relation entre la structure des variations de dépense et de revenu et leurs effets. Ils montrent en particulier que, dans les ajustements budgétaires réussis (qui conduisent à une réduction durable des ratios de dette par rapport au PIB), la diminution des dépenses joue un rôle plus important que l'augmentation des revenus publics ; ils identifient également les réductions et hausses les plus caractéristiques des réussites et des échecs en matière d'ajustement.

Cet article analyse de manière plus approfondie ce qu'ils nomment « ajustements forts », et estime statistiquement les effets des variations de dépenses et de revenus (dont ils ont vérifié l'importance stratégique) sur la croissance de la production et de la consommation réelles. Les équations estimées peuvent être interprétées comme des formes réduites, dont les coefficients correspondent aux multiplicateurs multi-annuels de ces catégories de dépense et de revenu. On suppose qu'ils sont conceptuellement comparables aux multiplicateurs théoriques présentés dans la partie précédente.

Les méthodes permettant de supprimer les influences cycliques ou exogènes des variations de dépense et de fiscalité publiques (qui permettent donc de mesurer les impulsions de politique budgétaire discrétionnaire) font l'objet d'une importante littérature empirique. On trouve parmi ces mesures le déficit primaire ;

la méthode de Blanchard – qui retire des variations de dépense et de revenu les effets des changements de taux de chômage – ; la mesure de l'OCDE – qui ôte des variations de dépense l'effet de la croissance du PIB potentiel, et des variations de revenu l'effet de la croissance du PIB actuel – ; et la mesure du FMI (ou mesure « allemande ») – qui compare la dépense et le revenu à des estimations de leur valeur de plein emploi. Cet article reprend la méthode d'Alesina et Perotti, qui utilisent l'approche relativement simple et robuste de Blanchard pour identifier et mesurer les impulsions budgétaires discrétionnaires.

L'accent est mis ici, comme dans l'article d'Alesina et Perotti, sur les expériences de ce qu'ils appellent « ajustements forts » dans l'OCDE, de 1960 à aujourd'hui (TABLEAU 2). Les auteurs définissent les années d'« ajustement fort » comme les années au cours desquelles les changements de politique discrétionnaires, destinés à assurer l'équilibre budgétaire, sont substantiels, et où la baisse du budget ajusté cycliquement (tel qu'il est mesuré par l'indicateur d'impulsion budgétaire de Blanchard, le « BFI »⁹) excède 1,5 % du PIB. Ils identifient ainsi 68 cas d'« ajustement fort » entre 1960 et 1992. Les estimations présentées ici utilisent les données de 64 de ces cas ; on n'utilise pas les quatre cas de la fin de la période, puisque l'on veut calculer les effets de l'ajustement sur le revenu réel au bout de quatre ans.

TABLEAU 2

« Ajustements forts » dans les pays de l'OCDE, 1960-1992

Australie	1974, 1977, 1987
Autriche	1977, 1984
Belgique	1982, 1984
Canada	1981
Danemark	1983, 1984, 1985, 1986
Finlande	1964, 1967, 1973, 1976, 1984, 1988
France	1969
Allemagne	1969, 1973, 1976, 1989
Grèce	1982, 1986, 1987, 1990, 1991, 1992
Irlande	1984, 1987, 1988, 1989
Italie	1967, 1974, 1976, 1980, 1989, 1992
Japon	1984
Pays-Bas	1985, 1991
Norvège	1979, 1980, 1983, 1984, 1989, 1990
Portugal	1967, 1977, 1980, 1982, 1984, 1989
Espagne	1986, 1987
Suède	1971, 1976, 1983, 1984, 1987
Royaume-Uni	1969, 1977, 1988
Etats-Unis	1969, 1976

Source : Alesina & Perotti (1995b).

9. Indicateur BFI : Blanchard Fiscal Impulse ; voir O. J. Blanchard (1993), *Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators*, non publié (NDLR).

Pour les 64 cas, on estime les équations de forme réduite liant soit la croissance du PIB réel, soit la croissance de la consommation réelle (après quatre ans), aux changements normalisés des catégories de dépense et de fiscalité qui présentent, selon Alesina et Perotti, une importance stratégique. Les équations incluent, parmi les variables explicatives, la progression moyenne de la variable dépendante au cours de la même période dans les autres pays de l'OCDE. Elles incluent également, à la place du terme constant, une variable muette distincte pour chaque pays. Les croissances de la production et de la consommation réelles étudiées sont donc corrigées à la fois de la croissance moyenne du reste de l'OCDE et des tendances spécifiques à chaque pays. Enfin, on introduit dans quelques cas une autre variable : la dévaluation moyenne de la monnaie nationale au cours des deux premières années du programme, mesurée comme la variation cumulée sur deux ans du taux de change effectif du pays en cause, par rapport à l'OCDE. La prise en compte de cette variable permet d'estimer sans biais les effets d'une politique budgétaire : une mesure budgétaire habituellement récessive (par exemple une hausse des impôts), peut en effet être associée à une croissance importante de la production si elle est accompagnée d'une dévaluation¹⁰.

Les résultats de base

On estime les équations suivantes :

$$(1) \quad \frac{\Delta YR}{YR} = \text{variable muette pays} + \alpha_1 \frac{\Delta YR}{YR} + \alpha_2 \Delta \left(\frac{G}{Y} \right) + \alpha_3 \Delta \left(\frac{T}{Y} \right) + \alpha_4 \frac{\Delta E}{E}$$

$$(2) \quad \frac{\Delta CR}{CR} = \text{variable muette pays} + \beta_1 \frac{\Delta CR}{CR} + \beta_2 \Delta \left(\frac{G}{Y} \right) + \beta_3 \Delta \left(\frac{T}{Y} \right) + \beta_4 \frac{\Delta E}{E}$$

Le TABLEAU 3 donne les définitions des variables. Dans le même esprit qu'Alesina et Perotti (*op. cit.*), on choisit d'utiliser, à la place des mesures de dépense et de revenu totaux, la somme des catégories dont la réduction (dans le cas des dépenses) est la plus caractéristique des ajustements réussis, ou dont l'augmentation (dans le cas des impôts) est la plus caractéristique de ceux qui ont échoué (Alesina & Perotti, tableaux 8 et 9). On considère en effet que, si des effets non keynésiens existent, ils seront plus particulièrement associés à ces catégories budgétaires.

10. Il est normal, avant de passer à l'estimation, de s'interroger sur l'exogénéité de cette variable taux de change. Dans un régime de taux de change fixes mais ajustables (comme le SME), le taux de change effectif nominal est, sans ambiguïté, une variable de commande politique exogène. Dans un régime de changes flottants, le taux de change s'interprète plus correctement comme un objectif intermédiaire – et donc un indicateur – de la politique monétaire. Dans ce cas, il peut aussi être considéré comme une variable de commande politique exogène. La mesure de la dévaluation devrait en principe être corrigée par l'inflation. Cependant, les meilleures mesures corrigées par l'inflation facilement disponibles – la compétitivité-prix des exportations manufacturières et les coûts unitaires du travail manufacturier (tous deux calculés par l'OCDE) – présentent l'inconvénient de ne couvrir qu'un champs sectoriel étroit. Les coefficients estimés des multiplicateurs – keynésiens et non keynésiens – sont moins significatifs que ceux reportés dans les TABLEAUX 4-6 lorsque l'on mesure la dévaluation par l'un de ces indicateurs manufacturiers. Nous préférons donc la mesure que nous avons utilisée – le taux de change effectif nominal – qui n'est sujette à aucune limitation sectorielle.

TABLEAU 3

Définitions des variables

YR =	PIB réel, pour chaque pays
CR =	Consommation privée réelle, pour chaque pays
\overline{YR} =	Valeur moyenne pondérée de YR dans les pays de l'OCDE, excluant dans chaque cas le pays avec lequel on compare \overline{YR}
\overline{CR} =	Idem, pour C
E =	Taux de change effectif nominal (monnaie nationale par rapport aux monnaies des pays partenaires pondérées par le commerce)
G =	Dépense publique totale (hors paiements d'intérêts et investissement public)
T =	Somme des impôts directs payés par les ménages, des impôts indirects et des cotisations sociales
$\frac{G}{Y}, \frac{T}{Y}$ =	Part de G et T dans le PIB

Source : OCDE, *Principaux indicateurs économiques*, 1996.

Estimer les effets cumulatifs des ajustements sur quatre ans plutôt que des effets de plus court ou de plus long terme est un choix empirique. La logique inhérente aux effets non keynésiens étant davantage de moyen terme que de court terme, on a négligé ces effets à un ou deux ans, et on les a étudiés uniquement sur trois ans ou plus : c'est à l'issue d'une période de quatre ans que les impacts budgétaires les plus significatifs (même keynésiens) sont apparus.

Le TABLEAU 4 présente nos résultats de base, estimés à partir de l'échantillon complet d'« ajustements forts », pour des multiplicateurs moyens ne tenant pas compte des conditions structurelles ou cycliques initiales.

Les coefficients sont significatifs pour la plupart des variables. Dans les trois-quarts des cas, les variables de dépense et de revenu les plus intéressantes sont significatives au seuil de 10 %. La variable de dévaluation a le bon signe dans l'équation de consommation ; elle est en outre fortement significative dans l'équation de PIB réel¹¹. La croissance moyenne dans le reste du monde contribue significativement à la croissance de la consommation et du PIB réel dans chaque pays, mais de manière moins que proportionnelle. Les variables muettes de pays (non présentées) sont également significatives.

11. On peut raisonnablement supposer que le principal effet de moyen terme d'une dévaluation consiste dans la stimulation de la production, qui augmente les exportations et diminue les importations. Son effet sur la consommation est sans doute essentiellement induit par la hausse du revenu. Il n'est donc pas surprenant que la variable de dévaluation contribue plus significativement à l'explication de la croissance du PIB réel qu'à l'explication de la croissance de la consommation réelle.

TABLEAU 4

Résultats de base : épisodes d'ajustements budgétaires «forts», OCDE 1960-1992*

Variable dépendante	$\frac{YR(+4)}{YR(+1)} - 1$		$\frac{CR(+4)}{CR(+1)} - 1$		
	N	57	65	57	65
$\Delta\left(\frac{G}{Y}\right)$		1,38	1,40	1,18	1,16
		(2,26)	(2,10)	(1,55)	(1,52)
$\Delta\left(\frac{T}{Y}\right)$		-1,85	-0,78	-2,19	-1,62
		(-2,38)	(-1,0)	(-2,25)	(-1,83)
$\frac{E(+2)}{E} - 1$		-0,29		-0,10	
		(-2,93)		(-0,87)	
$\frac{\bar{YR}(+4)}{\bar{YR}(+1)} - 1$		0,47	0,87		
		(1,61)	(4,06)		
$\frac{\bar{CR}(+4)}{\bar{CR}(+1)} - 1$				0,72	0,95
				(1,96)	(3,91)
\bar{R}^{-2}		0,37	0,27	0,15	0,23
F-statistique		2,59	2,17	1,48	1,93

* Les valeurs entre parenthèses : tests de Student.

Les effets keynésiens dominent dans toutes les estimations du TABLEAU 4. Les multiplicateurs de dépense sont positifs et les multiplicateurs de fiscalité négatifs. Ce dernier résultat est en principe compatible avec une explication non keynésienne ; mais celle-ci ne serait pas compatible avec les signes positifs des multiplicateurs de dépenses¹². On doit donc conclure que, en moyenne, dans l'OCDE, les ajustements « forts » ont eu, depuis trente ans, des conséquences keynésiennes¹³.

12. On ne peut logiquement avancer que la baisse des impôts permet d'augmenter la production parce qu'elle annonce une diminution des dépenses publiques et réduit l'éviction du secteur privé, si la diminution des dépenses semble par ailleurs peser sur la production.

13. Il est improbable que cette conclusion générale souffre de biais de simultanéité. La construction des variables militie contre un tel biais, les variables expliquées allant de t+1 à t+4, les variables explicatives de t à t+1.

TABLEAU 5

Effet de la libéralisation financière : sensibilité des multiplicateurs de dépense et de fiscalité à la disponibilité du crédit immobilier, OCDE 1960-92*

Variable dépendante	$\frac{YR(+4)}{YR(+1)} - 1$	$\frac{CR(+4)}{CR(+1)} - 1$
N	49	57
$(I - D) \cdot \Delta \left(\frac{G}{Y} \right)$	2,02 (2,62)	1,38 (1,49)
$D \cdot \Delta \left(\frac{G}{Y} \right)$	0,68 (0,29)	-0,38 (-0,13)
$(I - D) \cdot \Delta \left(\frac{T}{Y} \right)$	-2,81 (-2,82)	-2,27 (-2,06)
$D \cdot \Delta \left(\frac{T}{Y} \right)$	-1,02 (-0,45)	1,95 (0,71)
$\frac{E(+2)}{E} - 1$	-0,33 (-2,98)	
$\frac{\bar{YR}(+4)}{\bar{YR}(+1)} - 1$	0,55 (1,54)	
$\frac{\bar{CR}(+4)}{\bar{CR}(+1)} - 1$		1,09 (3,93)
\bar{R}^2	0,42	0,25
F-statistique	2,66	1,90

 NB : D=1 si HOUS \geq 60 ; D=0 si HOUS<60, HOUS = stock de crédit hypothécaire des ménages, voir tableau 7.

* Les valeurs entre parenthèses : tests de Student.

Cette expérience prédomine-t-elle, ou peut-on au contraire attendre, dans certaines conditions, des résultats différents ? Les TABLEAUX 5 et 6 tentent de répondre à cette question.

TABLEAU 6

Non linéarité : effets de seuil dans les multiplicateurs de dépense et de fiscalité*,
OCDE 1960-92

Variable dépendante	$\frac{YR(+4)}{YR(+1)} - 1$	$\frac{CR(+4)}{CR(+1)} - 1$
N	57	65
$(1-DG)\Delta\left(\frac{G}{Y}\right)$	1,38 (2,0)	1,10 (1,29)
$DG.\Delta\left(\frac{G}{Y}\right)$	1,13 (1,2)	1,38 (1,14)
$(1-DG)\Delta\left(\frac{T}{Y}\right)$	-2,03 (-2,42)	-1,61 (-1,73)
$\frac{E(+2)}{E} - 1$	-0,31 (-2,89)	
$\frac{\overline{YR(+4)}}{\overline{YR(+1)}} - 1$	0,44 (1,41)	
$\frac{\overline{CR(+4)}}{\overline{CR(+1)}} - 1$		0,94 (3,78)
\bar{R}^2	0,34	0,19
F-statistique	2,30	1,68

NB : DG=1 si $\Delta\left(\frac{G}{Y}\right) \leq -1,80$; DG = 0 si $\Delta\left(\frac{G}{Y}\right) \geq -1,80$.

$D\left(\frac{G}{Y}\right)$ est la discriminante pour la fiscalité comme pour la dépense.

* Les valeurs entre parenthèses : tests de Student.

L'incidence de la libéralisation financière

Les résultats reportés dans le TABLEAU 5 suggèrent que, lorsque les ménages disposent d'un accès facile au crédit – et, de manière générale, quand les marchés financiers sont développés et déréglementés – la réaction d'une économie aux impulsions budgétaires peut être substantiellement modifiée. S'il est confirmé, ce résultat aurait des implications importantes pour l'Europe.

Au cours des vingt dernières années, les marchés financiers de l'OCDE ont connu une importante libéralisation. Celle-ci a commencé aux Etats-Unis à la fin des années soixante-dix, avec l'abrogation des textes réglementant les taux d'intérêt, l'introduction de nouveaux instruments financiers, et la déréglementation des institutions d'épargne et de prêt. Cette libéralisation s'est étendue au Royaume-Uni, où elle est devenue l'une des pièces maîtresses du programme de Margaret Thatcher. La première étape fut la suppression du contrôle des changes ; elle fut suivie, entre autres, par l'ouverture de la place financière de Londres à la concurrence et par la déréglementation des activités des sociétés immobilières. En France, où l'on a supprimé le contrôle administratif du crédit bancaire à la fin des années soixante-dix, les gouvernements socialistes ont, après le tournant de la rigueur, autorisé la création de nouveaux instruments financiers, augmenté la concurrence à la Bourse de Paris, et fait d'une déréglementation accrue un élément central de leur programme. Les gouvernements italiens, espagnols et portugais procédaient, à peu près au même moment, à la libéralisation des banques et autres institutions financières. Au milieu de la décennie, la plupart des réglementations financières de la période de l'après-guerre (contrôle des taux d'intérêt et des crédits) n'étaient plus la règle, mais l'exception, dans l'OCDE. En 1990, les contrôles de changes étaient abolis au sein de l'Union européenne.

La libéralisation des marchés financiers a eu, sur les pays qui l'ont mise en œuvre et sur l'économie internationale, des effets micro et macro-économiques considérables. Ces changements ont eu, sur le fonctionnement de la politique budgétaire, une conséquence essentielle : la déréglementation financière a permis d'améliorer, de manière directe ou indirecte, l'accès des ménages au crédit. L'offre de crédits hypothécaires et de crédit à la consommation a augmenté directement du fait de l'allègement des contrôles administratifs. Mais la libéralisation a eu d'autres effets : en augmentant la concurrence au sein du secteur bancaire, et entre les banques et les autres institutions, elle a incité indirectement toutes les institutions financières à augmenter le volume et à améliorer l'efficacité de l'offre de crédit.

On suggérait *supra* que l'amélioration de l'accès au crédit des ménages réduirait les délais et augmenterait l'amplitude des effets non keynésiens de la politique budgétaire. Le caractère potentiellement expansif des réductions de dépenses publiques s'affirme en effet lorsque le rationnement du crédit diminue, et l'offre de crédit est augmentée : les ménages sont alors d'avantage en mesure d'agir selon leurs anticipations des effets de long terme d'un programme budgétaire, particulièrement lorsqu'il constitue un changement majeur (comme tous les épisodes de l'échantillon d'« ajustement fort »). Un des objectifs prioritaires de la

présente étude est de soumettre cette thèse à un test empirique. Pour ce faire, il a fallu trouver une mesure – valable pour les comparaisons en coupe mais aussi intertemporelles – de l'intensité de la contrainte de crédit supportée par les ménages.

On peut envisager diverses mesures de la contrainte de crédit. L'une consisterait à construire, à partir des nombreuses synthèses comparatives de mesures de libéralisation existantes, un indice qualitatif du degré de libéralisation. Cette voie est prometteuse, mais présente l'inconvénient de n'appréhender de manière adéquate ni les différences de conditions initiales, ni la structure démographique et économique des différents pays. La suppression d'une réglementation de taux d'intérêt ou de crédit aura un effet différent selon que les marchés financiers seront ou non fortement développés. Lorsqu'il est relativement difficile pour les ménages de financer leur consommation, il faut beaucoup de temps avant que la libéralisation ait des effets substantiels. En outre, lorsqu'il existe dans un pays des régions rurales retardées, où les méthodes et les pratiques sont restées traditionnelles, l'accès effectif au crédit est moindre, pour un cadre réglementaire donné, que dans un pays plus développé, ou développé de manière plus uniforme. Les régions en retard peuvent souffrir d'un rationnement endogène du crédit, en raison de l'incertitude et de la rareté relative de l'information, et ceci quelle que soit l'étendue de la libéralisation réglementaire.

Blundell-Wignal & *al.* (1990, 1991) utilisent une méthode alternative : pour eux, la mesure de l'accès effectif au crédit est l'endettement actuel total des consommateurs, normalisé par la consommation. Mais il est alors difficile d'assurer l'homogénéité des définitions entre pays. Certaines sources ne fournissent que le crédit bancaire, d'autres le crédit de toutes les institutions financières ; le traitement des cartes de crédit diffère ; certains incluent, d'autres excluent, les emprunts destinés à l'achat d'actions ou d'autres actifs financiers, etc. L'OCDE publie régulièrement une mesure de la dette totale des consommateurs pour un petit nombre de pays. Mais l'extension de cette mesure à la majorité des pays de l'échantillon nécessiterait une collecte de données trop extensive et détaillée pour chaque pays. On a donc choisi de retenir, en partie pour des raisons statistiques, un ou plusieurs composants facilement identifiables de l'endettement total des ménages.

Le volume des prêts hypothécaires des ménages, normalisés par la consommation privée, a semblé, pour des raisons économiques, la meilleure mesure de la libéralisation du crédit. Les emprunts immobiliers sont, de loin, le principal élément du passif des ménages (de même que leur logement constitue leur actif le plus important). La logique suggère que l'aptitude des ménages, libres de contraintes réglementaires, à augmenter ou diminuer cette forme d'endettement, améliore substantiellement leur réaction aux variations de revenu permanent qu'ils perçoivent. De plus, l'importance des emprunts immobiliers varie fortement dans le temps et entre les pays. En 1993, la part de ces emprunts dans la consommation annuelle allait de 6 % en Grèce – 10 % et 15 % en Italie et en Irlande – à 88 % au Royaume-Uni et 124 % au Danemark (TABLEAU 7). Vingt ans auparavant, elle était de moitié inférieure au Danemark, et s'établissait à 20 % au Royaume

Uni. La combinaison de leur ampleur et de leur variabilité fait du stock relatif d'emprunts immobiliers un indicateur efficace et discriminant de l'accès au crédit. En outre, compte tenu du caractère relativement peu ambigu du concept de crédit hypothécaire des ménages, l'homogénéité de la définition est assurée plus facilement qu'elle ne l'est dans le cas des crédits totaux.

Le TABLEAU 7 présente les données annuelles de crédits hypothécaires des ménages en pourcentage de la consommation privée, pour les pays de l'OCDE fournissant ces données. Cette mesure varie en fonction de l'offre comme de la demande. En principe, elle reflète les variations cycliques de la demande de financement, ainsi que l'évolution séculière de la disponibilité du crédit, qui dépend des réglementations en vigueur et du développement du marché financier.

On suppose que, lors des ajustements « forts », l'environnement financier peut prendre deux formes : il peut être suffisamment ou insuffisamment libéralisé pour permettre les comportements d'anticipations rationnelles. On détermine à partir du TABLEAU 7 la frontière entre ces deux états. L'observation suggère alors d'établir ce seuil au point où le stock de dette garantie par une hypothèque dépasse 60 % de la consommation actuelle. Les marchés financiers danois dépassent ce seuil de forte libéralisation en 1977, le Royaume-Uni en 1986, les Pays-Bas en 1988, et l'Espagne en 1990. D'après ce critère, les marchés allemands sont fortement libéralisés en 1981, mais le retard financier de l'Est rejette l'Allemagne unifiée hors de cette catégorie en 1991 : elle n'y revient pas avant 1995. Aucun autre pays européen ne correspond à ce critère strict de forte libéralisation. Les Etats-Unis le dépassent à partir de 1988 et le Canada à partir de 1990.

On utilise des variables muette égales à 1 ou 0 pour chacun des deux cas, afin de distinguer les multiplicateurs de dépense et de fiscalité dans des environnements suffisamment ou insuffisamment libéralisés.

Les résultats présentés au TABLEAU 5 soutiennent la thèse selon laquelle un accès facile au crédit modifie les multiplicateurs. L'introduction de la distinction entre les deux environnements améliore la qualité des régressions de production et de consommation (mesurée par le R^2 ajusté) de 10 %. Les multiplicateurs estimés dans des conditions de libéralisation médiocre sont plus significatifs. Libérés de la contrainte de devoir rendre compte également de la partie la plus libéralisée de l'échantillon, ils sont également plus keynésiens que dans l'échantillon total. Les multiplicateurs estimés dans des conditions de forte libéralisation financière, s'ils n'ont pas de signe non keynésien, ne sont pas non plus keynésiens. Ils sont en fait non significativement différents de zéro dans tous les cas. On suggère, pour interpréter ces résultats, qu'il existe, dans la partie « fortement libéralisée » de l'échantillon, un équilibre global entre les ménages dont le schéma de réaction est non keynésien et ceux dont le schéma de réaction est keynésien. Il semble donc, dans un environnement « fortement libéralisé », que l'on ne peut attendre d'effet keynésien à la suite de changements importants de dépense et de fiscalité. On reviendra dans la partie suivante sur la signification de cette conclusion pour la politique européenne à l'orée de l'Union monétaire.

TABLEAU 7

Part des emprunts immobiliers des ménages dans la consommation privée, en fin de la période

En %

	ALLS	BELGIQUE	CANADA	DANEMARK	FINLANDE	FRANCE	ALLEMAGNE	GRC	IRLANDE	ITALIE	JAPON	PAYS-BAS	PRT	ESPAGNE	SUÈDE	R-U	E-U
	Ratio	Ratio	Ratio	Ratio	Ratio	Ratio	Ratio	Ratio	Ratio	Ratio	Ratio	Ratio	Ratio	Ratio	Ratio	Ratio	Ratio
1960						21,39	49,18	1,27									
1961						21,70	48,93	1,43								19,16	
1962			37,33			22,87	50,41	1,48								20,59	
1963			40,03			25,05	52,70	1,59								22,62	
1964			42,79			27,30	52,74	1,83								24,35	
1965			43,70			26,56	51,36	1,96								30,43	
1966			44,64	56,70	19,35	26,65	50,89	2,32								32,82	
1967			46,72	58,06	20,30	27,42	51,45	3,05								34,17	
1968			51,73	60,27	21,93	26,16	55,77	4,60								35,04	
1969			54,67	62,90	23,90	29,10	7,40	6,06								36,10	44,97
1970			55,49	64,36	25,75	31,38	7,29	6,76								37,31	45,28
1971			54,42	66,73	27,22	32,45	57,81	7,69								39,86	46,70
1972			49,45	65,80	28,82	32,00	59,85	8,80								41,04	47,83
1973			38,38	63,48	29,95	31,73	61,82	8,24								40,15	47,53
1974			35,00	67,24	31,72	34,25	64,01	6,89								38,36	46,74
1975			33,31	44,86	32,87	35,05	65,68	6,48			17,02					38,01	47,29
1976	26,48		31,58	45,06	33,95	35,47	66,73	6,37			19,98					38,13	49,86
1977	28,35		47,71	68,42	35,45	34,39	66,76	6,75	4,92		22,42					38,47	51,94
1978	29,31		51,87	95,20	37,78	35,88	65,75	7,13	6,38		25,24					37,91	53,79
1979	30,10	37,06	55,49	64,36	25,75	31,38	55,77	7,40	8,14		27,86		7,36			37,91	53,79
1980	30,81	37,87	54,42	66,73	27,22	32,45	57,81	7,29	6,07		29,54		9,50			37,93	51,77
1981	30,14	37,00	49,45	65,80	28,82	32,00	59,85	7,29	6,34		31,09		12,20			39,93	50,53
1982	28,52	38,38	46,49	63,48	29,95	31,73	61,82	8,01	6,33		31,84		13,39			40,94	48,79
1983	28,31	35,00	45,82	67,24	31,72	34,25	64,01	8,27	5,99		32,44		14,07	7,48		42,21	48,41
1984	29,73	33,31	44,86	70,87	32,87	35,05	65,68	8,36	5,72		32,65		14,95	7,81		44,63	49,60
1985	31,17	31,58	45,06	79,76	33,95	35,47	66,73	8,12	5,95		32,50		16,77	7,79		45,58	51,69
1986	31,25	32,35	47,71	68,42	35,45	34,39	66,76	7,54	5,09		33,36		17,90	8,42		52,19	55,21
1987	32,17	33,30	51,87	95,20	37,78	35,88	65,75	7,19	5,29		36,01		19,20	8,71		63,66	58,82
1988	34,67	34,73	55,37	103,23	43,40	36,84	64,51	7,13	8,77		36,51		19,85	9,91		68,93	58,82
1989	35,01	36,02	59,00	102,62	45,94	37,61	63,21	7,86	10,63	7,67	41,64		19,43	11,21		74,41	61,38
1990	34,72	36,40	62,05	104,64	45,47	37,96	62,31	7,35	13,03	8,21	44,13		16,33	12,72		78,42	63,95
1991	36,70	36,24	65,27	106,57	46,13	37,75	53,21	6,71	13,67	8,76	45,00		18,23	14,45		84,81	65,27
1992	40,51	36,89	69,59	106,55	46,19	36,49	52,62	6,33	13,71	9,48	45,27		18,42	18,90		87,75	66,98
1993	46,81	38,60	71,62	123,71	44,05	36,00	55,60	6,02	14,18	10,22	46,74		20,65	22,25		88,81	67,40
1994	54,10	39,93	73,10		41,32	35,64	59,52	5,88	14,76	10,21	48,72		24,63	25,16		88,09	67,89
1995	58,14		72,61		37,58		62,46	6,35			52,24		28,71	26,44		87,72	68,31
																86,45	86,85

Sources : OCDE et Banques centrales nationales.

L'hypothèse de non-linéarité

La non-linéarité potentielle des multiplicateurs suggère une nouvelle direction pour la critique et l'extension des résultats présentés au TABLEAU 4. Lorsque la dette approche des niveaux insoutenables, des ajustements exceptionnellement larges sont nécessaires ; ceux-ci ont des effets non keynésiens, car ils évitent la rupture d'une crise financière. C'est sur cette hypothèse que la plupart des études empiriques récentes ont mis l'accent. Les cas célèbres du Danemark (1984-86) et de l'Irlande (1988-1989) illustrent parfaitement cette dynamique. Dépassant l'étude de cas, Giavazzi & Pagano (*op. cit.*) trouvent (avec des estimations sur séries temporelles et en coupe, pour les pays de l'OCDE), de manière systématique, de telles non-linéarités.

L'hypothèse de non-linéarité est étudiée dans le TABLEAU 6, où l'on autorise les coefficients de dépense et de fiscalité à différer de leurs valeurs normales, lorsque la consommation publique en pourcentage du PIB diminue de plus de 1,8 %. On sépare pour cela les variables de dépense comme de fiscalité en deux nouvelles variables. La première est égale au produit des variables d'impulsion de dépense et de fiscalité, et d'une variable muette égale à 1 en temps normal et à 0 lorsque les diminutions de dépenses sont supérieures à 1,8 % du PIB. La seconde est le produit de ces variables d'impulsion et d'une variable muette égale à 0 en temps normal et à 1 lorsque les diminutions de dépenses dépassent le seuil indiqué. Les coefficients estimés des variables séparées correspondent aux valeurs des multiplicateurs en temps normal et en période de réductions importantes.

Le TABLEAU 6 apporte un soutien relatif à l'hypothèse de non-linéarité. Les multiplicateurs de dépenses et de fiscalité sont significatifs et keynésiens en temps normal. En période d'ajustement exceptionnellement large, ils ne sont pas significatifs. On ne peut pas affirmer qu'ils sont de nature non keynésienne ; mais on ne peut pas non plus soutenir qu'ils sont keynésiens.

L

Leçons pour la politique économique à la veille de l'Union monétaire

Les effets expansionnistes intrinsèques de l'Union monétaire

Les résultats économétriques des paragraphes précédents suggèrent que le respect des critères de Maastricht aura plutôt un effet dépressif sur l'activité économique en Europe à la veille de l'entrée en Union monétaire. Les programmes de compression budgétaires que suivent tous les pays membres de l'Union européenne auront, *ceteris paribus*, des effets keynésiens, c'est-à-dire des effets dépressifs sur la demande.

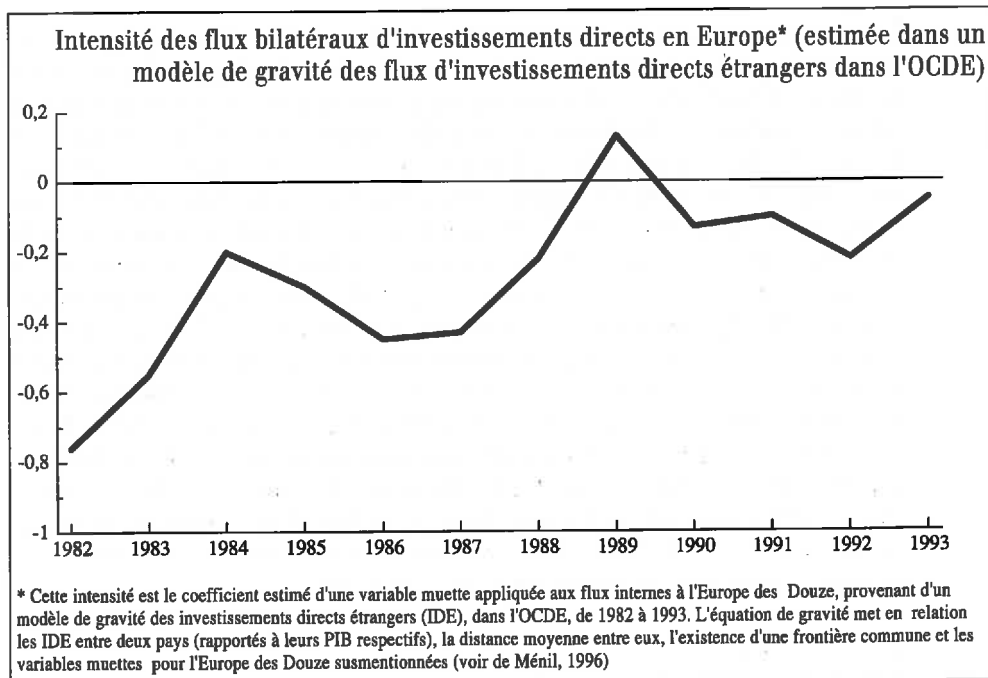
Certains des premiers candidats à l'Union bénéficient de marchés financiers "fortement libéralisés" : ils peuvent par conséquent éviter les effets keynésiens

dépressifs de l'austérité. Les autres pays ne pourront en revanche pas le faire. L'effet global sera donc dépressif, même s'il l'est moins que ce qu'une analyse strictement keynésienne suggérerait.

Faut-il pour autant conclure que, dans son ensemble, tous effets confondus, l'entrée en Union monétaire aura un effet dépressif ? Pour en juger, il faut mettre dans la balance, à côté de ces effets dépressifs de court terme sur la demande, des effets positifs de long terme sur l'offre.

L'effet expansionniste le plus important de l'Union monétaire du côté de l'offre est son impact sur la mobilité intra-européenne du capital. Certains indicateurs suggèrent que, au moins jusqu'en 1993, la mobilité du capital à long terme était plus faible, *ceteris paribus*, au sein de l'Union européenne que dans l'OCDE. Ce résultat ressort d'un modèle de gravité portant sur les flux d'investissement direct étranger entre les pays de l'OCDE de 1980 à 1993 (de Ménil, 1996). Les estimations du modèle de gravité incluent une variable muette qui correspond à l'intensité spécifique intra-européenne des flux d'investissement entre les pays de l'Europe des Douze. Le coefficient estimé de cette variable suggère – et c'est surprenant – que l'investissement était inférieur entre les pays de l'Union européenne, toutes choses égales par ailleurs, qu'entre les pays de l'OCDE en général. On peut considérer ce résultat négatif comme un signe de mobilité supplémentaire potentielle. Le GRAPHIQUE 1 décrit la progression, année par année, de ce coefficient de différence. Il est presque partout négatif, mais il progresse au cours de la période : il indique ainsi que, en 1982, les flux d'investissement direct étranger intra-CEE étaient de plus de 75 % inférieurs à la norme de l'OCDE ; en 1993,

GRAPHIQUE 1



cette différence n'atteignait plus que 5 %. Il est tentant de voir dans cette progression l'influence positive de l'Acte unique et de la suppression du contrôle des changes, et l'influence négative des crises du SME. On peut raisonnablement imaginer – bien que cela ne puisse être prouvé – que l'Union monétaire susciterait une nouvelle progression qualitative de cette forme de mobilité du capital à long terme.

Quelles seraient les implications de la mobilité du capital à long terme au sein de l'Europe ? La suppression des obstacles à cette mobilité, en améliorant l'efficacité du capital, augmenterait la production potentielle. Cet effet d'offre lié à l'Union monétaire peut être identifié à la suppression d'une prime de risque de change introduisant un écart sur le rendement du capital dans les différents pays : le rendement marginal du capital peut alors s'égaliser entre les pays (même si le montant total de capital est donné, la valeur moyenne de sa productivité totale augmente). La suppression de l'écart est donc comparable, dans ses effets, à une réduction permanente du taux de fiscalité sur les revenus du capital¹⁴. Dès lors que ce choc d'offre positif sera bien expliqué et parfaitement clair, il sera internalisé dans les anticipations rationnelles des ménages et des entreprises : il pourrait alors entraîner, par anticipation, des effets expansionnistes.

Propositions pour un changement de régime

Effet dépressif sur la demande de court terme, effet expansionniste sur l'offre de long terme – lequel de ces deux effets prévaudra ? Plutôt que de chercher une pondération savante de ces deux tendances, nous allons présenter en conclusion une série de propositions destinées à garantir que la phase de l'entrée en Union monétaire soit en fait une phase expansionniste.

LA LIBÉRALISATION FINANCIÈRE. Il conviendrait d'accompagner et de renforcer le passage à l'Union monétaire par une nouvelle phase de libéralisation des marchés financiers ; l'élément principal devrait en être l'accès des ménages au crédit. La liberté et la flexibilité avec laquelle ils peuvent gérer l'actif essentiel de leur portefeuille – la propriété de leur habitation et l'hypothèque qui y est associée – apparaissent particulièrement importantes. L'accès au crédit immobilier est encore très variable en Europe. En France, les réglementations prudentielles de la loi Neierz, qui font peser sur les banques la responsabilité des banqueroutes des ménages, constitue un obstacle important à l'utilisation du crédit hypothécaire comme outils de planification des ménages rationnels. Il conviendrait d'abroger cette loi, et de modifier les réglementations analogues des autres pays. L'exemple du Royaume-Uni est, dans ce contexte, remarquable : la déréglementation des sociétés immobilières – institutions financières spécialisées dans le crédit hypothécaire aux ménages – a constitué une caractéristique essentielle de la libéralisation du début des années quatre-vingt. Muelbauer & Murphy (1990) ont montré que, en débloquent une source importante de collatéral des consommateurs, ces changements ont contribué significativement, au milieu des années quatre-vingt, au boom exceptionnel de la consommation dans ce pays¹⁵.

14. Voir Baldwin (1991).

15. Voir Muelbauer & Murphy (1990), pp. 365-367.

L'IMPORTANCE DES RÉDUCTIONS DE DÉPENSES. Les gouvernements européens ont engagé des programmes d'austérité budgétaire : ils cherchent aussi bien à en recueillir les avantages intrinsèques qu'à satisfaire aux critères de Maastricht ; or ces programmes auront, *ceteris paribus*, un effet dépressif sur la demande. Il conviendrait cependant que les gouvernements recherchent en priorité la diminution des dépenses, plutôt que l'augmentation des impôts. Selon Alesina & Perotti (1995b), celle-là est en effet plus efficace pour réduire les ratios de dette. La partie 2 de cet article leur apporte un nouvel argument : dans les résultats présentés, et particulièrement dans les TABLEAUX 5 et 6, les effets dépressifs d'une augmentation d'impôts sont supérieurs aux effets dépressifs d'une diminution des dépenses. Ces résultats présentant suffisamment de dynamique non keynésienne pour invalider la conclusion traditionnelle selon laquelle le multiplicateur de budget équilibré est égal à 1¹⁶. Il serait donc peu judicieux d'élever la fiscalité.

LA RÉFORME DU MARCHÉ DU TRAVAIL. On estime qu'en France, les deux-tiers du taux de chômage (12 %) s'expliquent par les rigidités actuelles et passées du marché du travail (salaire minimum élevé, taux d'indemnisation du chômage importants, coûts excessifs de licenciement des employés permanents, restrictions de salaires relatifs négociées au niveau national...). Pour un coefficient d'Okun compris entre 1 et 2, la combinaison de ces rigidités structurelles du marché du travail conduit la production à être de quelques 10-15 % inférieure à sa valeur potentielle. Une conclusion s'impose : la réforme du marché du travail constitue le champ de politique économique présentant, de loin, le plus grand potentiel d'augmentation du PIB réel. Présenté comme un programme de stimulation de la croissance, mis en œuvre équitablement et expliqué avec soin, un ensemble de mesures destiné à réduire le chômage structurel pourrait avoir un effet expansionniste décisif sur la production réelle dans l'Union européenne. Associé à la symbolique et aux effets expansionnistes réels de l'Union monétaire elle-même, un tel ensemble constituerait un complément de poids au programme économique du nouveau régime.

L'INVESTISSEMENT EN INFRASTRUCTURES. Si les mesures d'offre suggérées ci-dessus ne suffisaient pas à accélérer la croissance de court terme après 1999, et s'il restait une capacité sous-utilisée (correspondant à peu près en France aux 4 derniers points de chômage), l'Union pourrait compléter sa politique économique par une extension de son programme d'investissement. L'extension du programme actuel d'investissement en infrastructures (transports et télécommunications), financé par un emprunt émis par l'Union européenne elle-même, serait un complément opportun au programme général, centré sur les mesures structurelles.

16. En fait, les multiplicateurs de budget équilibré sont négatifs dans les deux tableaux.

Conclusion

Les dirigeants européens sont confrontés à des choix de politique macroéconomique qui impliquent un changement de régime. L'Union monétaire constitue un régime de politique économique différent, excluant les dévaluations au sein de l'Union, et ne comportant plus, par conséquent, de risque de change interne. L'analyse macroéconomique moderne a montré en particulier que les changements de régime ont des effets économiques substantiellement différents de ceux des changements de politique marginaux et incremental.

Dans une première réflexion sur les consolidations budgétaires voulues par le traité de Maastricht, on a donc insisté sur leurs conséquences de long terme. On s'est référé – tout en s'en distinguant – à une nouvelle littérature sur les éventuels effets non keynésiens de telles consolidations. A l'instar de cette littérature – qui envisage des effets non linéaires quand la dette approche le seuil de non-soutenabilité – on a plutôt insisté sur un effet d'éviction classique.

L'économétrie n'a pas permis de conforter les hypothèses les plus fortes de l'analyse classique. L'expérience de l'OCDE suggère que, dans les épisodes d'ajustements « forts » des trente dernières années, les signes des multiplicateurs ont plus souvent été keynésiens que non keynésiens. On observe cependant – et c'est nouveau – que certains effets non keynésiens sont suffisamment importants pour renverser l'ordre traditionnel des multiplicateurs de dépenses et de fiscalité : les augmentations d'impôts pèsent davantage sur la croissance que les diminutions de dépenses et un degré élevé de libéralisation financière tend à supprimer les effets keynésiens dépressifs des ajustements budgétaires. Ce résultat – ajouté aux mérites intrinsèques de la mesure elle-même – incite à proposer – comme accompagnement de la transition vers l'Union monétaire – une nouvelle phase de libéralisation financière, accentuant en particulier la dérèglementation du crédit hypothécaire.

Si les consolidations budgétaires en cours peuvent avoir un effet dépressif de court terme sur la demande, tout porte à croire que l'entrée en Union monétaire aura un effet expansionniste de long terme sur l'offre, notamment en améliorant la mobilité du capital, et en amplifiant ainsi sa productivité.

Les changements de régime gagnent en crédibilité lorsqu'ils sont étendus et multidimensionnels. Par conséquent, on préconise en conclusion, en accompagnement de l'entrée en Union monétaire, une nouvelle offensive contre les rigidités du marché du travail, qui constituent – dans des pays comme la France – la source de loin la plus importante de gains de productivité à réaliser. On plaide éventuellement, afin de garantir la croissance des premières années de l'Union, pour un programme étendu, à l'échelle de la Communauté, d'investissements en infrastructures directement profitables, programme financé par un emprunt communautaire.

G. de M.

RÉFÉRENCES

- Alesina A. & R. Perotti (1995a), « The Political Economy of Budget Deficits », *IMF Staff Papers*, vol. 42, n° 1, mars.
- Alesina A. & R. Perotti (1995b), « Fiscal Expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries », *Economic Policy*, avril, pp 207-248.
- Baldwin, R. (1991), « On the Microeconomics of the European Monetary Union », in *European Economy*, Special Edition #1, pp 19-35, Commission des Communautés européennes, Bruxelles.
- Bertola G. & A. Drazen (1993), « Trigger Points and Budget Cuts: Explaining the Effects of Fiscal Austerity », *The American Economic Review*, vol. 83, n° 1, mars.
- Blanchard O. J. (1990), « Comment, » *NBER Macroeconomics Annual*, pp 111-116.
- Blanchard O. J. & S. Fischer (1989), *Lectures on Macroeconomics*, MIT Press.
- Blundell-Wignall A., F. Browne & P. Manasse (1990), « La politique monétaire dans le contexte de la libéralisation financière, » *Revue économique de l'OCDE*, n° 15, automne.
- Blundell-Wignall A., F. Browne & S. Cavaglia (1991), « Financial Liberalisation and Consumption Behaviour, » *OECD Department of Economics and Statistics Working Paper* n° 81.
- Deaton A. S. (1991), « Saving and Liquidity Constraints, » *Econometrica*, vol. 59, pp 1221-48.
- De Menil G. (1996), « The Growth Effects of Monetary Union: A Story about Capital, » non publié, DELTA, septembre.
- Edey M. & K. Kviding (1995), « An Assessment of Financial Reform in OECD Countries », *OECD Economic Department Working Papers* n° 154.
- Feldstein M. (1982), « Government Deficits and Aggregate Demand », *Journal of Monetary Economics* 9 (1), pp 1-20.
- Fels G. & H. P. Froehlich (1987), « Germany and the World Economy: A German View, » *Economic Policy* n° 4, avril, pp 178-195.
- Giavazzi F. & M. Pagano (1990), « Can Severe Fiscal Adjustments be Expansionary? », *NBER Macroeconomic Annual*.
- Giavazzi F. & M. Pagano (1995), « Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience », *NBER Working Paper* n° 5332, novembre.
- Muelbauer J. & A. Murphy (1990), « Is the UK Balance of Payments Sustainable? », *Economic Policy*, n° 11, octobre, pp 347-395.
- OCDE (1990), *Libéralisation de mouvements de capitaux et de services financiers dans la zone de l'OCDE*, Paris.
- OCDE (1996), « Overview of the OECD Economic Outlook, » *Economic Outlook*, juin.
- Ramsey F. (1928), « A Mathematical Theory of Saving », *Economic Journal*, vol. 38, n° 152, pp 543-559. Réédité dans J. E. Stiglitz & H. Uzawa (eds), *Readings in the Modern Theory of Economic Growth*, MIT Press, 1969.
- Sutherland A. (1995), « Fiscal Crisis and Aggregate Demand: Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policy? », *CEPR Discussion Paper* n° 1246, CEPR, Centre for Economic Policy Research, Londres, septembre.

