

CONSOLIDATION BUDGETAIRE : QUELLES DIFFERENCES ENTRE THERAPIE DE CHOC ET AJUSTEMENT GRADUEL ?

Fiscal consolidation : What differences between shock therapy and soft adjustment ?

JEAN-JACQUES DURAND¹

Université de Rennes, Faculté de sciences économiques, France

GUILLAUME L'CEILLET¹

Université de Rennes, Faculté de sciences économiques, France

guillaume.loeillet@univ-rennes1.fr

ORCID : 0000-0002-1996-9204

Abstract : After easing fiscal policies during the economic crisis, many countries faced a rising public debt and most of them have launched fiscal consolidation plans to stabilize and reduce the public indebtedness in order to restore the sustainability of the public finances. Two different strategies can be followed by policymakers to achieve this goal. The first approach is a shock therapy that would respond to a financial emergency keeping away a potential default. A second approach smoothes the fiscal adjustment to limit contractionary effects. In this paper, we compare the macroeconomic effects of each strategy based on the narrative approach of the fiscal consolidations developed by the IMF rather than the conventional statistical measure (cyclically-adjusted primary balance: CAPB) measure. Both strategies show similar effects on the macroeconomic variables, but private demand would react stronger to the shock therapy strategy.

Keywords : fiscal consolidation, macroeconomics, narrative approach.

Résumé : Après avoir conduit des politiques budgétaires expansionnistes durant la crise économique, plusieurs pays, confrontés à une montée de l'endettement public, ont dû mettre en œuvre des plans de consolidation budgétaire afin de rétablir la soutenabilité de leurs finances publiques. Deux stratégies opposées peuvent être suivies pour atteindre cet

¹ Université de Rennes, 7 place Hoche, 35065 Rennes.

objectif. La première approche consiste en une « thérapie de choc » qui répondrait à une urgence financière qui conduirait à une possible faillite. Une seconde approche vise à lisser l'ajustement budgétaire pour contenir les effets récessifs d'une telle politique. Dans cet article, nous comparons les effets macroéconomiques de chaque stratégie à partir d'une base de données identifiant les épisodes de consolidation budgétaires sur une méthode narrative (FMI) plutôt que statistique (déficit budgétaire ajusté du cycle). Nous observons que si les deux types d'approche présentent des effets similaires sur les variables macroéconomiques étudiées, la thérapie de choc détiendrait des effets sensiblement plus élevés sur la demande privée.

Mots-clés : consolidation budgétaire, macroéconomie, approche narrative.

JEL Classification : E62, H5, H6, H11.

Introduction

La persistance des déficits budgétaires dans les pays de l'OCDE depuis le début des années 1970 s'est traduite par une augmentation régulière des dettes publiques et la crainte que ces dernières ne deviennent plus soutenables dès lors que le taux d'intérêt des titres publics dépasse le taux de croissance de l'économie. L'effet « boule de neige » qui peut en résulter avec le maintien des déficits a conduit à s'interroger sur la nécessité d'une consolidation fiscale consistant à dégager un solde budgétaire primaire (hors charges de la dette) positif et devant être d'autant plus élevé que le rapport dette/PIB et la différence taux d'intérêt-taux de croissance sont élevés.

La mise en œuvre d'une consolidation fiscale repose alors sur une baisse des dépenses publiques et, où, une augmentation des impôts. Les effets attendus de telles mesures ont donné naissance à un vaste débat.

Les effets négatifs d'une contraction budgétaire sur la demande illustrés par les multiplicateurs peuvent être de nature à rendre très coûteuse une telle politique. En ralentissant l'activité économique, ils peuvent en plus, via les stabilisateurs automatiques, réduire les recettes fiscales et limiter l'impact attendu sur le solde budgétaire.

A cette vision traditionnelle, s'oppose un point de vue selon lequel ces effets keynésiens de court terme négatifs négligent des effets « non keynésiens » positifs. D'une part un effet d'éviction « à l'envers » : la réduction du déficit budgétaire s'accompagnant d'une baisse des taux d'intérêt peut augmenter l'investissement privé. D'autre part, un effet « ricardien » : l'allègement attendu de la dette publique synonyme de réduction future des impôts peut générer des anticipations positives des agents et donc une augmentation de l'investissement, une réduction de l'épargne et une augmentation de la consommation.

La crise financière qui a détérioré la situation budgétaire des pays membres de la zone euro a conduit directement à la crise des dettes souveraines de 2011 et a relancé le débat: s'il est admis aujourd'hui qu'une réduction des dettes publiques est un impératif, les discussions ont principalement porté sur les effets de la consolidation sur l'activité économique (à travers la taille des multiplicateurs) et sur les conditions nécessaires pour la mise en œuvre d'une telle politique, l'ajustement pouvant se révéler pro-cyclique s'il est entamé dans une phase défavorable du cycle. Au-delà de ces questions, un point est curieusement peu pris en compte²: faut-il conduire une consolidation budgétaire graduellement afin de minimiser ses effets négatifs sur la demande et la conjoncture ou faut-il au contraire concentrer l'ajustement sur un temps beaucoup plus court afin de se mettre à l'abri d'une possible augmentation de la prime de risque et d'une détérioration de la liquidité de la dette souveraine en envoyant un message clair aux marchés financiers? Gradualisme ou thérapie de choc?

L'objet de cet article est de comparer les effets macroéconomiques de ces deux stratégies à travers les expériences menées par différents pays de l'OCDE avant la crise. Une originalité de cette contribution réside dans l'utilisation de données de consolidations budgétaires identifiées à partir d'une analyse narrative (Devries, Guajardo, Leigh, & Pescatori, 2011) afin de mieux capturer le caractère discrétionnaire de la politique budgétaire. Les deux stratégies présentent des similitudes quant aux effets « classiques » des consolidations. Toutefois, les performances associées à la thérapie de choc seraient supérieures à celle du gradualisme concernant la croissance du PIB et la demande privée suggérant une plus grande crédibilité.

La seconde section analyse les effets économiques de ces deux stratégies. La troisième section décrit la méthode choisie pour déterminer les épisodes de consolidation fiscale selon les deux stratégies possibles. La quatrième section présente les résultats obtenus à partir d'une analyse graphique. La cinquième section conclut.

1. Les effets de la consolidation fiscale

Si les deux stratégies qui s'offrent à un gouvernement ont le même but, elles reposent implicitement sur des analyses qui n'accordent pas la même importance aux différents canaux de transmission des impulsions budgétaires.

² La Commission Européenne a distingué ces deux stratégies en examinant leurs déterminants à partir d'un ensemble d'épisodes de consolidation en Europe. Un ajustement graduel est ainsi préféré à une « douche froide » lorsqu'un épisode de consolidation a déjà été mené au moins trois ans auparavant, lorsqu'il porte sur les dépenses publiques associées aux infrastructures.

1.1. Effets keynésiens et gradualisme

Le gradualisme peut se justifier en cherchant à limiter les effets négatifs d'une réduction des dépenses ou d'une augmentation des impôts sur la demande et donc sur la production. L'effet dépressif est d'autant plus fort que le multiplicateur est lui-même élevé. Le débat sur la taille des multiplicateurs trouve ici toute son importance. Le FMI (2010) considère ces multiplicateurs comme élevés : une consolidation équivalente à 1% du PIB réduirait ce dernier de 0,5 points et augmenterait le chômage de 0,3 points à un horizon de 3 ans. Blanchard et Leigh (2013) confirment ce résultat en montrant que les erreurs de prévision concernant le PIB (croissance observée/croissance prévue) sont corrélées significativement et négativement aux variations du solde budgétaire. Ce résultat confirmerait que les politiques de consolidation fiscale ont provoqué une contraction du PIB, sous-estimant les tailles des multiplicateurs et confirmant ainsi les effets keynésiens traditionnels sur la demande globale à court terme.

Le débat sur la taille des multiplicateurs est cependant loin d'être clos et de très nombreuses études ont montré que plusieurs facteurs pouvaient modifier son montant, en particulier la position de l'économie dans le cycle³, la politique monétaire suivie⁴, ou l'instrument budgétaire choisi (dépenses publiques ou impôts)⁵. L'estimation empirique de ces multiplicateurs fait état de résultats très contrastés quant à leur niveau mais aussi quant à leur signe, positif selon l'effet keynésien ou négatif à travers des effets non keynésiens et ceci en fonction des modèles utilisés et des échantillons retenus.

Quoiqu'il en soit, l'importance attribuée à ces effets keynésiens, même s'ils ne se produisent qu'à court terme, pèse dans le débat. Stehn, Hatzius, Wilson et Carlson (2011) évoquent une relation non linéaire entre l'effort fourni par les autorités en termes de taille de la consolidation et l'évolution du solde budgétaire primaire : au-delà d'un certain montant (autour de 2% de PIB), l'ajustement budgétaire deviendrait contre-productif pour retrouver un solde équilibré compte tenu

³ Batini, Callegari et Melina (2012), Corsetti, Meier et Müller (2012) et Auerbach et Gorodnichenko (2012a, 2012b) montrent que les multiplicateurs sont plus élevés en récession qu'en expansion. L'explication reposerait sur le fait que les contraintes de liquidité plus élevées en période de récession obèrent le bon fonctionnement de la politique monétaire.

⁴ En liaison avec la situation conjoncturelle, Hall (2009) et Erceg et Lindé (2012) trouvent que les multiplicateurs sont plus élevés quand la Banque Centrale fait face à une situation de taux d'intérêt zéro : la politique monétaire est alors incapable de lutter contre la récession alors que la politique budgétaire ne peut pas être restrictive.

⁵ Alors qu'Alesina et Ardagna (2010) trouvent qu'une baisse des dépenses publiques est préférable à une hausse des impôts pour avoir une consolidation réussie car expansive, Coenen et alii (2012) et la Commission Européenne (2012) suggèrent que le multiplicateur est plus élevé pour les dépenses publiques que pour les impôts. Coenen et alii (2012) estiment le premier autour de 1,5 et le second entre 0,2 et 0,7. Fazzari, Morley et Panovska (2011) trouvent le même résultat mais uniquement en récession.

des effets récessifs qu'il susciterait alors. Il existerait ainsi un « effort limite » à ne pas dépasser pouvant être interprété comme un arbitrage que doivent réaliser les autorités en fonction de leurs objectifs économiques⁶. Au-delà de ceux-ci, une telle consolidation budgétaire nécessiterait une certaine faisabilité politique, l'ensemble poussant les décideurs publics à lisser l'effort consenti dans le temps. Batini et alii (2012) concluent dans le même sens en soutenant une consolidation budgétaire graduelle plutôt qu'agressive afin de préserver la croissance tout en réduisant la dette.

1.2. Effets non keynésiens et arbitrage gradualisme-thérapie de choc

Les effets keynésiens d'une consolidation fiscale s'inscrivent à court terme et ne traitent qu'une partie des effets possibles sur la demande et passent sous silence d'éventuels effets d'offre. Or ces effets non pris en compte sont de nature à minimiser les effets négatifs d'une consolidation fiscale, voire à les annuler, voire même à les rendre positifs. Giavazzi et Pagano (1990) ont été parmi les premiers à montrer qu'un épisode de réduction massive des déficits (en utilisant la baisse des dépenses plutôt qu'une augmentation des impôts) pouvait conduire à un effet expansif et non récessif en étudiant les cas de l'Irlande et du Danemark dans les années 1980. De nombreux papiers ont suivi, Alesina, Ardagna et Gali (1998), Alesina et Ardagna (2010, 2013), Alesina et Perotti (1996) pour ne citer qu'eux, avec des échantillons de consolidations fiscales très variés et ont pu conclure que sous certaines conditions, en particulier en privilégiant la baisse des dépenses publiques par rapport à une augmentation des impôts, de telles politiques avaient des effets négatifs beaucoup plus faibles voire dans certains cas positifs.

D'un point de vue analytique, Alesina et Perotti (1996) expliquent que de tels effets expansifs peuvent venir à la fois du côté de la demande et du côté de l'offre. Du côté de la demande, un ajustement budgétaire peut être expansif s'il provoque des anticipations optimistes des agents à deux niveaux :

- Un ajustement suffisamment important, s'il est considéré comme représentant un changement durable de politique budgétaire évitant tout ajustement nécessairement plus coûteux dans le futur du fait de l'augmentation continue de la dette peut générer un effet richesse positif : les agents anticipant une augmentation de leur revenu (baisse des impôts dans le futur) vont réduire leur épargne, augmenter leur consommation et leur investissement, provoquant une augmentation de la demande.
- Si les agents et les marchés considèrent cette stabilisation comme crédible, c'est-à-dire se traduisant par une stabilisation puis une baisse durable de l'endettement public, la diminution de la prime de risque sur les titres publics

⁶ Cet « effort limite » serait plus faible pour de grandes économies fermées ou pour des économies en changes fixes.

se traduira par une baisse des taux d'intérêt sur les titres publics favorisant le désendettement de l'Etat et ensuite sur les titres privés. Il en résulte une augmentation de la valeur des actifs (effet richesse), de la consommation et de l'investissement.

Du côté de l'offre, un ajustement budgétaire via une baisse des dépenses publiques peut avoir deux effets opposés sur le marché du travail : un effet richesse qui tend à diminuer l'offre de travail, un effet substitution entre le loisir et le travail qui tend à l'augmenter. Le premier devrait l'emporter avec une diminution permanente des dépenses publiques, le second devrait l'emporter avec une diminution temporaire des dépenses publiques. Empiriquement toutefois, ces effets sont faibles et n'obèrent pas l'effet richesse du côté de la demande. Il faut toutefois souligner qu'à moyen terme cette fois, la baisse des taux d'intérêt en stimulant l'investissement aboutit à une augmentation du stock de capital de nature à augmenter la productivité et le niveau de la croissance potentielle.

Dans quelle mesure la prise en compte de ces effets non keynésiens peut-elle aider à éclairer cette question du choix de la meilleure stratégie ? Un élément de réponse peut être trouvé dans le rôle joué par les anticipations des agents face aux annonces du gouvernement. Or, ces anticipations dépendent du degré de crédibilité de ce dernier. En ce sens, un ajustement budgétaire important et sur une courte durée peut renforcer cette crédibilité : face à la détermination du gouvernement, les agents, anticipant pleinement une amélioration future de leur richesse, diminueront d'autant plus leur épargne et augmenteront de manière significative les dépenses de consommation et d'investissement⁷. Au contraire, une politique graduelle peut laisser planer un doute sur la volonté réelle du gouvernement de stabiliser puis de diminuer la dette empêchant ainsi les mécanismes expansifs de jouer. En ce sens, plus l'horizon temporel affiché de l'ajustement budgétaire est éloigné dans le temps, plus l'incertitude vis-à-vis de sa réalité et de ses résultats sera grande.

Toutefois, la variable déterminante semble bien être le degré de crédibilité ex-ante du gouvernement lors de l'annonce de la consolidation fiscale. Quelle est la marge de manœuvre d'un gouvernement qui a laissé dériver les déficits et la dette dans

⁷ Alesina et Perotti (1996), Alesina et alii (1998) et Alesina et Ardagna (2010) recommandent une baisse des dépenses publiques plutôt qu'une augmentation des impôts car l'effet sur les anticipations des agents est très différent selon l'instrument employé : la première solution, plus « risquée » politiquement est de nature à envoyer un message crédible aux agents, alors que la seconde solution peut être considérée comme une solution de facilité : l'augmentation de la taxation serait plus récessive car en diminuant directement le revenu disponible, elle annule toute augmentation des dépenses de consommation. Faut-il ajouter également, qu'au-delà d'un certain seuil de taxation, les incitations à produire diminuent, renforçant ce mécanisme récessif. Au contraire, une baisse des dépenses publiques (surtout de fonctionnement) conduit à long terme à un niveau de PIB potentiel plus élevé.

le passé ? Son annonce d'une thérapie de choc risque fort de ne pas être intégrée dans les anticipations des agents, empêchant alors les ajustements expansifs de jouer et rendant la consolidation trop coûteuse. Dans ce cas, pour minimiser ces effets négatifs, il est impératif à ce gouvernement « d'investir » en crédibilité et de choisir pour ce faire une politique graduelle seule à même de minimiser les aspects potentiellement récessifs de sa politique.

Le débat reste donc largement ouvert et l'analyse empirique des ajustements budgétaires distinguant ces deux stratégies revêt un intérêt tout particulier.

2. Identification et classification des épisodes de consolidation budgétaire

Comme précisé en introduction, nous n'utilisons pas la mesure statistique habituelle consistant à prendre le solde budgétaire primaire corrigé des variations cycliques (CAPB, *Cyclically-Adjusted Primary Balance*) censée refléter la composante discrétionnaire de la politique budgétaire. Nous lui préférons une mesure alternative basée sur une approche narrative de la consolidation fiscale développée par des économistes du Fonds Monétaire International (FMI), Devries et alii (2011). Cette démarche a permis à ces auteurs de constituer une base de données originale (*New action-based dataset of fiscal consolidations*) d'épisodes de consolidation budgétaire véritablement discrétionnaires. En effet, cette approche historique déjà utilisée par Ramey et Shapiro (1998) puis par Romer et Romer (2010) repose sur l'analyse de documents officiels (discours, rapports) renseignant les orientations budgétaires annoncées et votées par les majorités gouvernementales. Elle présente l'avantage d'éviter de potentiels biais statistiques comme la mesure statistique habituellement utilisée et initiée par Blanchard (1993)⁸. Un premier biais est lié aux conséquences budgétaires des importantes fluctuations des prix d'actifs (en cas de bulles immobilières ou financières), ou de matières premières qui ne seraient pas totalement effacées à l'aide de la technique de filtrage (voir Morris & Schucknecht, 2007). Un second biais peut intervenir lorsqu'un gouvernement effectue une opération comptable unique particulière modifiant substantiellement les comptes d'une période à l'autre⁹. Ensuite, la méthode standard peut se révéler imprécise pour appréhen-

⁸ Cette technique consiste à mesurer l'élasticité du solde budgétaire au taux de chômage afin de capturer la dimension cyclique des finances publiques. En retirant cette composante au solde budgétaire effectivement réalisé, on obtient un solde corrigé des variations cycliques du revenu.

⁹ A titre d'exemple, la méthode conventionnelle conduit à identifier une consolidation budgétaire en Allemagne en 1996 équivalente à 6,4% du PIB. Il apparaît que cette variation du solde budgétaire corrigé des variations cycliques est simplement due à une opération exceptionnelle ayant eu lieu en 1995 à savoir l'intégration de la *Treuhand* et de la dette du logement est-allemande dans les comptes

der précisément les motivations sous-jacentes à l'ajustement. C'est notamment le cas lorsqu'une mesure discrétionnaire visant à rééquilibrer le solde budgétaire est compensée voire annulée par un stimulus en cas de choc négatif au cours de la même période¹⁰.

La base de données *The new action-based dataset of fiscal consolidation* élaborée par des économistes du FMI en 2012 répertorie les ajustements budgétaires discrétionnaires décidés par les gouvernements de 17 pays¹¹ entre 1978 et 2009. Cette approche reposant sur les documents officiels (discours, rapports, programmes de stabilité) permet ainsi de refléter scrupuleusement les souhaits des gouvernements de débiter une phase de consolidation fiscale et n'est sujette à aucune approximation statistique. Les baisses de dépenses publiques ou les hausses de taxes sont parfaitement motivées par la volonté d'un assainissement des finances publiques et ne correspondent pas à une gestion contra-cyclique visant à limiter une surchauffe de l'économie. Chaque épisode de consolidation budgétaire est

Tableau 1. Consolidation budgétaire selon l'approche narrative du FMI

	Nombre d'ajustements	Ajustement moyen (en% du PIB)	Ajustement conduit par
Allemagne	16	0,684	Dépense
Australie	10	0,495	Dépense
Autriche	7	1,420	Dépense
Belgique	11	1,356	Dépense
Canada	14	0,566	Dépense
Danemark	5	1,254	Dépense
Espagne	10	1,048	Dépense
Finlande	6	1,905	Dépense
France	10	0,287	Dépense
Royaume-Uni	10	0,508	Taxe
Irlande	8	1,849	Taxe
Italie	12	1,996	Dépense
Japon	12	0,506	Taxe
Pays-Bas	13	1,301	Dépense
Portugal	7	1,043	Dépense
Suède	7	1,641	Dépense
Etats-Unis	15	0,367	Taxe

nationaux. Plus récemment, l'Irlande a vu son déficit budgétaire s'envoler à 32% en 2010 suite au soutien apporté par le gouvernement aux banques Anglo Irish Bank et Allied Irish Bank en grande difficulté.

¹⁰ Le numéro d'octobre du World Economic Outlook du FMI (2010) offre une discussion approfondie sur le sujet.

¹¹ Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, Finlande, France, Royaume-Uni, Irlande, Italie, Japon, Pays-Bas, Portugal, Suède, Etats-Unis.

quantifié (en% du PIB) à partir des informations contenues dans les documents¹². L'article du FMI a identifié 173 épisodes de consolidation répertoriés dans le tableau 1 ci-dessous.

Les ajustements budgétaires sont essentiellement guidés par des baisses de dépenses publiques. Le montant moyen des consolidations varie selon les pays : des ajustements limités (moins de 0,5% du PIB par an) ont été conduits en Australie, au Canada, en France, au Japon et aux Etats-Unis tandis que la Finlande, l'Irlande, l'Italie ou la Suède n'ont pas hésité à mener des ajustements plus ambitieux en termes de taille (entre 1,5 et 2 points de PIB par an). La figure 1 indique que près de 60% des consolidations budgétaires sont inférieures à 1% du PIB quand seulement un tiers ont excédé 1%.

La distinction entre ajustement graduel et thérapie de choc constitue le point sensible de notre analyse. Dans son article de 2007, la Commission Européenne définit un épisode de consolidation comme une amélioration du solde budgétaire

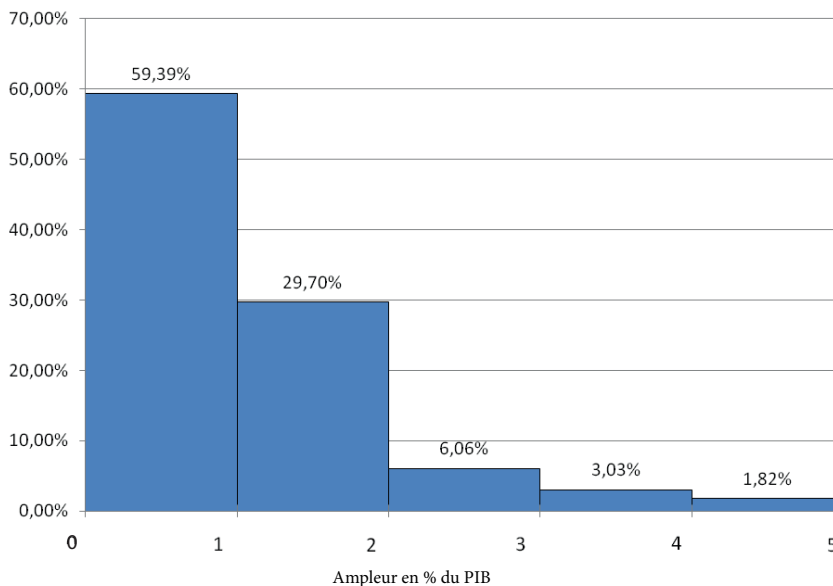


Figure 1. Répartition des ajustements budgétaires identifiés (% du PIB par an)

¹² Guajardo, Leigh et Pescatori (2014) comparent ces épisodes avec ceux mesurés à partir de la méthode statistique conventionnelle. Ils notent une différence substantielle (plus de 3% du PIB d'écart) entre les deux méthodes dans treize cas. Dans huit cas la méthode statistique identifierait des variations importantes du solde budgétaire corrigé des variations cycliques, quand l'approche narrative ne percevrait aucune volonté notable de la part des gouvernements de rééquilibrer les comptes publics. Au final, dans douze cas la méthode standard aurait conduit à une appréciation erronée du caractère discrétionnaire de l'ajustement budgétaire en réalité dirigé par des facteurs économiques spécifiques. Les auteurs estiment par ailleurs que ces divergences de mesure peuvent avoir une incidence sur le caractère expansionniste des ajustements budgétaires obtenus dans les travaux d'Alesina.

corrige des variations cycliques d'au moins 1,5% du PIB. La stratégie thérapie de choc est validée lorsque cet ajustement intervient sur une seule année tandis que l'ajustement graduel s'étale sur une période de trois ans au maximum avec une variation minimale de 0,5% du PIB entre chaque année¹³. Cette contribution qui s'intéresse uniquement au cas Européen entre 1970 et 2006 identifie 146 épisodes (années) de consolidation, se répartissant entre 99 années de thérapies de choc et 47 d'ajustement graduel. Nous utilisons ici le même critère de répartition en l'appliquant à la base de données produite par le FMI qui incorpore des pays non-européens. Les ajustements graduels ne dépassent pas trois ans, mais nous pouvons inclure des épisodes plus courts de 2 ans lorsque le seuil est atteint. La borne inférieure d'ajustement correspond à 20% de l'ajustement total et ne peut être inférieure à 0,3% du PIB¹⁴. Nous obtenons 44 épisodes de thérapie de choc et 21 épisodes d'ajustement budgétaire progressif pour un total de 52 ans. 70 années d'ajustement budgétaire identifiées par le FMI sont écartées de notre étude car elles ne répondent pas à nos critères : un ajustement « isolé » dans le temps trop faible

Tableau 2. Épisodes de consolidation budgétaire graduelle (en % du PIB)

	Date	Ampleur
Australie	1985-1987	2,37
	1995-1997	1,82
Autriche	2001-2002	1,57
Belgique	1993-1994	2,07
	1996-1997	1,91
Canada	1984-1986	2,30
	1988-1990	1,50
	1993-1995	1,84
France	1995-1997	2,11
Allemagne	1982-1983	2,05
	1991-1992	1,57
	1994-1995	2,00
Italie	2004-2005	2,30
	2006-2007	2,42
Japon	1981-1983	1,56
	1997-1998	1,91
	2004-2006	1,64
Pays-Bas	1991-1992	1,61
Espagne	1992-1993	1,80
	1995-1997	3,24
Etats-Unis	1994-1996	1,72

¹³ Une spécification alternative est adoptée par l'OCDE qui fixe le seuil d'amélioration à 1% du PIB potentiel. La thérapie de choc se déroulerait sur un an quand l'ajustement graduel s'étalerait sur deux ans.

¹⁴ 20% est le ratio entre le montant minimum d'ajustement et le montant de consolidation critique (1,5%).

Tableau 3. Épisodes de consolidation budgétaire suivant la thérapie de choc

	Date	Ampleur		Date	Ampleur
Autriche	1981	1,56	Italie	1991	2,77
	1984	2,04		1992	3,50
	1996	2,41		1993	4,49
	1997	1,56		1995	4,20
				1997	1,82
Belgique	1982	1,66	Pays-Bas	1981	1,75
	1983	1,79		1982	1,71
	1985	1,61		1983	3,24
	1987	2,80		1984	1,76
	1992	1,79		1986	1,74
Danemark	1983	2,77	1987	1,50	
	1984	2,38	2004	1,70	
	1985	1,54	Portugal	1983	2,30
				2002	1,60
		2006		1,65	
Finlande	1993	3,71	Espagne	1983	1,90
	1994	3,46		1994	1,60
	1995	1,65	Suède	1993	1,81
	1996	1,47		1995	3,50
Allemagne	1997	1,60		1996	2,00
				1997	1,50
Irlande	1982	2,80	Royaume-Uni	1981	1,58
	1983	2,50			
	1987	1,65			
	1988	1,95			
	2009	4,74			

ou un ajustement pluri-annuel limité. Les tableaux 2 et 3 ci-dessous présentent l'ampleur et la localisation de ces ajustements.

On note que la Finlande, le Danemark, l'Irlande, le Portugal et la Suède ont adopté exclusivement des stratégies de type thérapies de choc alors que l'Australie, les Etats-Unis, la France et le Japon ont privilégié la stratégie inverse. La plupart des pays ont en revanche suivi les deux types de stratégie. Notons que la Belgique, l'Italie, les Pays-Bas et l'Espagne ont préféré poursuivre une stratégie gradualiste après avoir conduit des thérapies de choc. L'ampleur moyenne des ajustements budgétaires pluri-annuels est significativement moins élevée que celle associée aux thérapies de choc : 1,97% contre 2,25%.

3. Analyse comparative des trajectoires macroéconomiques

Notre objectif est de comparer les performances macroéconomiques associées aux des deux stratégies désormais identifiées parmi les épisodes de la base de données. Nous analysons les trajectoires de la croissance du PIB, le taux de chômage, le taux

d'intérêt de long terme (à 10 ans, la croissance de la consommation finale privée en volume et de l'investissement privé (FBCF) en volume, le compte courant exprimé en % du PIB, ainsi que le déficit et dette publics en % du PIB pour chaque stratégie¹⁵. Les données sont étudiées à une fréquence annuelle correspondante à la modification de la position budgétaire. Pour obtenir une image synthétique, nous proposons une analyse graphique reportant les valeurs des premier, deuxième et troisième quartiles de ces variables macroéconomiques à différentes échéances sur la base des épisodes de consolidation sélectionnés pour chaque stratégie. Pour mieux apprécier le contexte économique dans lequel la consolidation budgétaire est initiée, la période d'observation débute deux périodes ($t - 2$) avant son lancement (t). Cette période s'étale jusqu'à cinq années après l'ajustement budgétaire ($t + 5$) pour en apprécier les conséquences. Nous nous concentrons sur les périodes $t + 2$ et $t + 3$ pour évaluer l'impact dans le cas de la thérapie de choc, et $t + 4$ et $t + 5$ dans le cas de l'ajustement graduel. Ainsi, pour chaque variable macroéconomique retenue et à chaque échéance, nous calculons la valeur des trois quartiles à partir de l'échantillon d'épisodes préalablement défini. Tous ces éléments sont résumés dans une représentation schématique dans la figure 2. Nous présentons conjointement

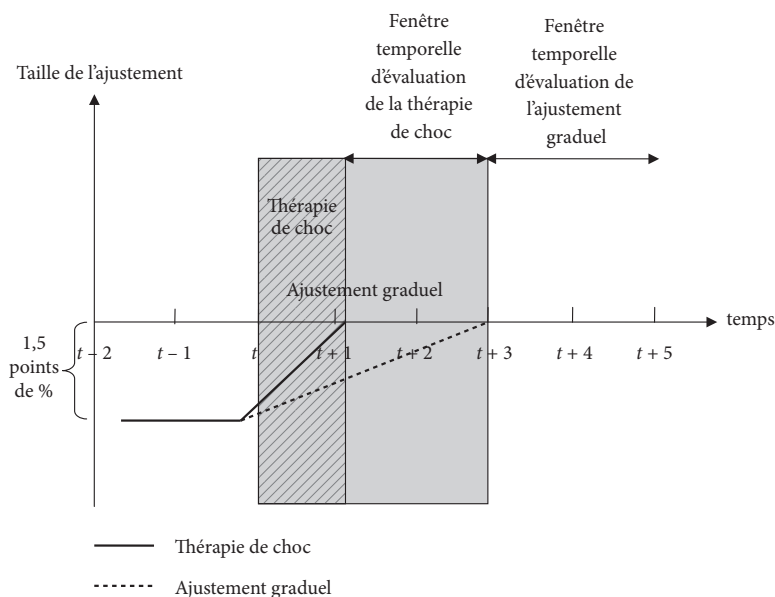


Figure 2. Deux stratégies deux fenêtres temporelles d'évaluation

¹⁵ Toutes les données macroéconomiques sont obtenues à partir de la base de données de l'OCDE « Perspectives économiques de l'OCDE : Perspectives économiques de l'OCDE No. 97 (Édition 2015/1). Nous transformons en taux de croissance les montants de consommation finale et FBCF privés exprimés en volume afin de rendre compte de la dynamique. Les autres variables sont utilisées sans aucune modification apportée par nos soins.

les trajectoires de chaque variable macroéconomique en plaçant le graphique de la stratégie de thérapie de choc à gauche et celle du gradualisme à droite.

Nous débutons notre analyse par le taux de croissance du PIB présenté dans la figure 3. Les économies se lançant dans une consolidation se situent autour de leur potentiel de croissance, c'est-à-dire autour de 2-2,5% (lorsqu'on se réfère à la médiane). Nous remarquons que l'évolution de cette variable diffère immédiatement selon la stratégie : la thérapie de choc est suivie d'une hausse du PIB quand la stratégie gradualiste engendre une réduction du taux de croissance à la fin de la première période de consolidation avant de remonter ensuite. Ainsi les deux stratégies semblent à terme d'une efficacité similaire mais les effets expansionnistes sont immédiats dans le cas de la thérapie de choc suggérant vraisemblablement une plus grande crédibilité. Le taux de chômage (figure 4) ne présente pas de différences évidentes. Il demeure quasiment inchangé lorsqu'un gouvernement met en place une stratégie gradualiste tandis que la thérapie de choc provoquerait une légère hausse corrigée ensuite. Nous notons toutefois que le taux de chômage décroît tendanciellement lorsque l'on se réfère au troisième quartile de l'échantillon.

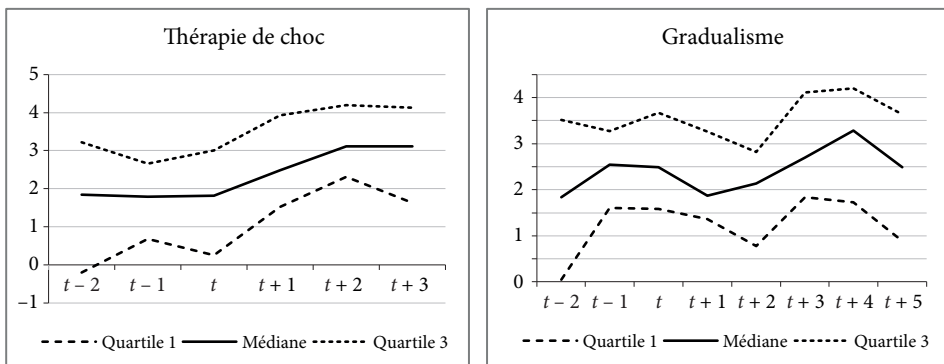


Figure 3. Croissance annuelle du PIB (en %)

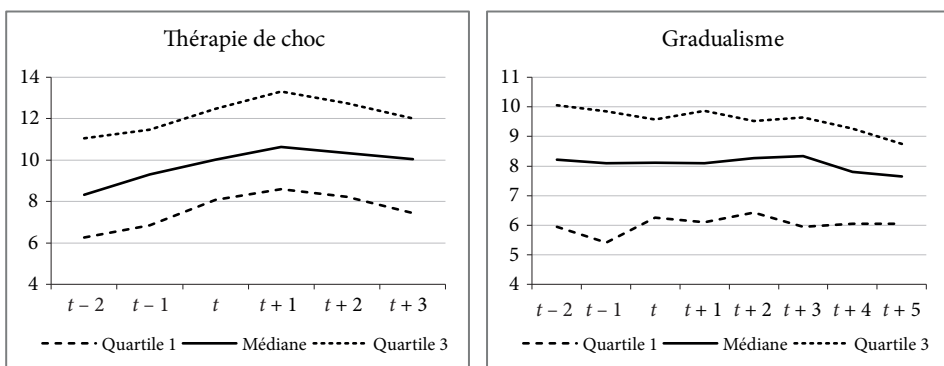


Figure 4. Taux de chômage (en %)

Le taux d'intérêt de long terme constitué une variable décisive dans la transmission des politiques de consolidation budgétaire. Sa réaction à l'ajustement budgétaire détermine grandement les effets potentiellement expansionnistes présentés dans la section 2 de cet article à travers l'effet ricardien inversé notamment. On s'attend donc à une réduction de la prime de risque sur la dette publique si l'engagement du gouvernement est perçu comme crédible par les marchés. En revanche, on ne sait pas si une stratégie est plus appropriée pour atteindre cet objectif. A priori, on peut penser qu'une thérapie de choc peut bénéficier d'une plus grande crédibilité, étant données les difficultés politiques qui peuvent lui être associées. C'est effectivement ce que l'on observe dans nos données (figure 5) du point de vue médian puisque le taux souverain à 10 ans baisse de manière continue dans le cas d'une thérapie de choc quand il remonte légèrement durant la première période qui suit l'ajustement budgétaire sur un mode gradualiste. La poursuite de l'effort budgétaire dans ce dernier cas contribue à offrir le caractère crédible de l'ajustement puisque le taux baisse sur les périodes suivantes. On peut donc conclure qu'un ajustement conséquent renforce la crédibilité de l'engagement qui peut paraître plus timide dans la stratégie pluri-annuelle. On note que la thérapie de choc est adoptée dans un contexte financier relativement plus tendu que dans le cas gradualiste avec une prime de risque a priori plus élevée (près de 180 points de base en $t-1$ pour la médiane de l'échantillon).

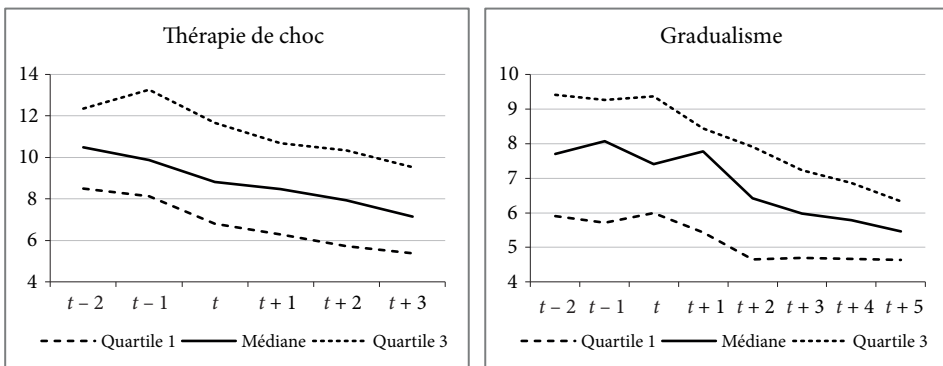


Figure 5. Taux d'intérêt de long terme (10 ans)

Les figures 6 and 7 font le lien entre le taux d'intérêt et les variables réelles analysées plus haut. Elles montrent les trajectoires de la variation de la consommation et de l'investissement privé au sein des économies. Comme dans le cas de la croissance du PIB, les effets keynésiens ne semblent pas dominer puisque le taux de variation des deux indicateurs de demande augmente durant la période d'observation, même si, à nouveau, les épisodes de consolidation interviennent à des moments où la demande privée est déjà repartie à la hausse. Toutefois nous

notons une différence importante entre les deux stratégies concernant le rythme de progression. Dans le cas de la stratégie gradualiste, nous notons que le taux de variation de la consommation privée fléchit et que l'investissement reste stable deux ans après le début de la consolidation. Au contraire, avec la thérapie de choc, les taux de variations de la demande privée augmentent suite à un ajustement plus vigoureux. Ces observations sont encore plus marquées pour les valeurs associées au premier quartile de la distribution. Ce résultat peut suggérer à nouveau que la thérapie de choc contient des signaux de crédibilité ainsi que des effets de richesse plus importants poussant les agents à se comporter de manière ricardienne. La trajectoire de l'investissement semble cohérente avec celle des taux de long terme. La baisse des taux souverains via la réduction de la prime de risque constitue une aubaine pour les investisseurs qui voient le prix de l'argent baisser sur des maturités équivalentes. Le taux de croissance de l'investissement médian passe de 1,2% lors de la période de l'ajustement à 3,16% à la période suivante pour finir autour de 4,5% lors des deux dernières périodes d'observation.

Nous constatons des trajectoires plus différenciées entre les stratégies lorsque nous regardons le compte courant des économies (figure 8). La thérapie de choc

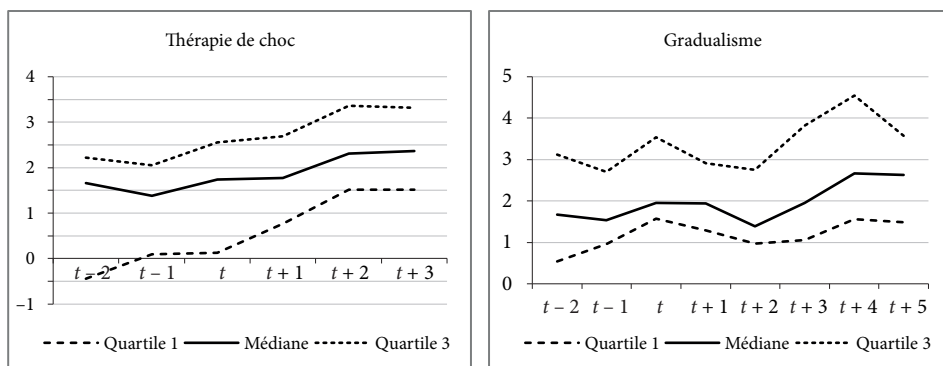


Figure 6. Variation annuelle de la consommation privée (en %)

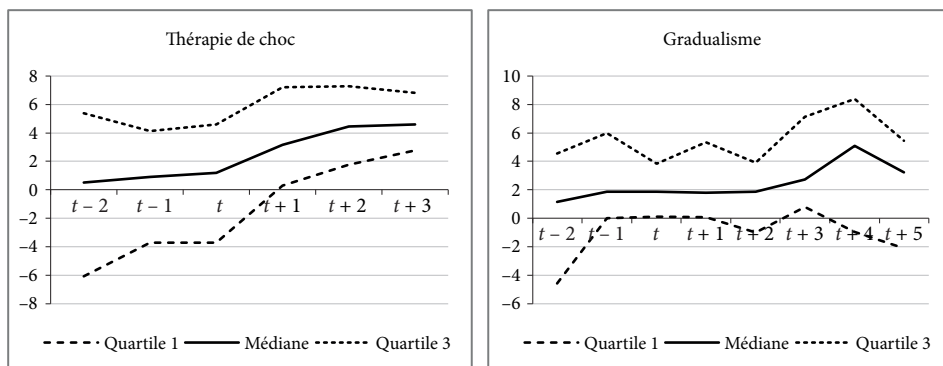


Figure 7. Variation annuelle de l'investissement (en %)

coïncide clairement avec un redressement du compte courant, entamé toutefois avant la période de consolidation. En revanche, le compte courant n'est pas du tout affecté par une consolidation budgétaire progressive, lorsqu'on s'intéresse à la médiane. On constate néanmoins une amélioration pour les 75% des épisodes graduels considérés. Ce résultat peut s'expliquer par la capacité d'épargne domestique restaurée suite à la consolidation budgétaire. Le rétablissement des comptes publics irait alors de pair avec une amélioration du compte courant attestant l'hypothèse du couplage entre déficit public et déficit courant, même si nos données ne permettent pas de le démontrer avec certitude. Un ajustement lissé n'aurait qu'un effet limité sur le compte courant d'après les valeurs médianes, mais plus important dans le cas où les pays connaissent déjà des excédents courants (quartile 3).

Enfin, nous regardons les évolutions des comptes publics dans les figures 9 et 10 (solde budgétaire primaire et dette publique en % du PIB). En ce qui concerne le solde primaire, les dynamiques des deux stratégies sont relativement identiques même si le gradualisme subit une inflexion sur la première période d'ajustement. Cette observation est à rapprocher de l'analyse du PIB dont la croissance fléchit elle aussi au même moment, ce qui mécaniquement entraîne un mouvement similaire du ratio solde/PIB si le numérateur reste inchangé, ce qui est approximativement le cas lorsque l'ajustement budgétaire est limité. De manière plus surprenante, la trajectoire de la dette publique n'est pas modifiée par les ajustements budgétaires quelle que soit la stratégie employée par le gouvernement. Il semblerait que la consolidation parvienne tout au plus à stopper la progression du ratio de dette publique/PIB sans l'infléchir. Pourtant la combinaison de l'amélioration du solde budgétaire primaire et de la réduction de l'écart entre le taux d'intérêt souverain¹⁶

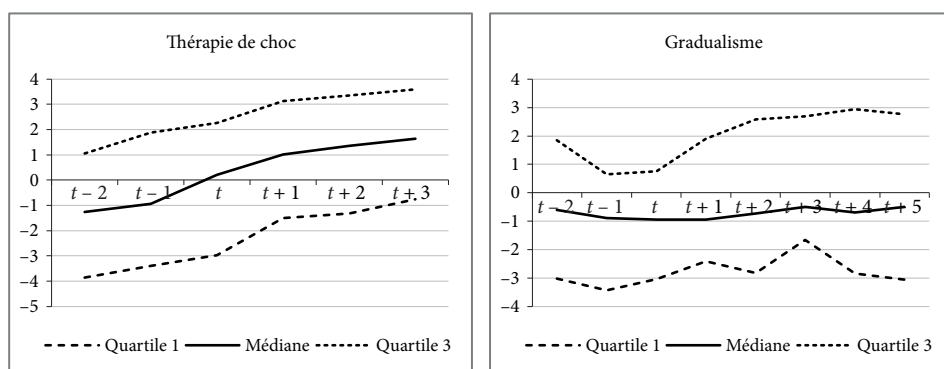


Figure 8. Compte courant (en % du PIB)

¹⁶ Il faut préciser toutefois que la baisse des taux ne s'applique immédiatement que sur la nouvelle dette émise. En ce qui concerne le service de la dette, la baisse des taux ne portera ses fruits qu'au fur et à mesure que l'ancienne dette sur laquelle s'applique des taux élevés arrivera à échéance étant remplacée par une nouvelle dette moins onéreuse.

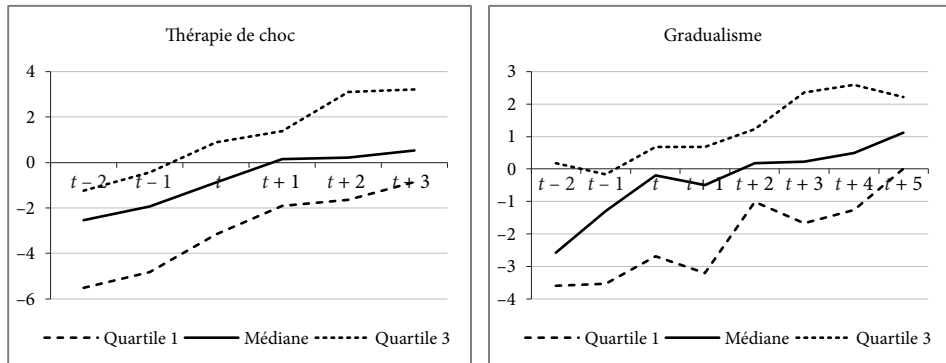


Figure 9. Solde budgétaire primaire (en % du PIB)

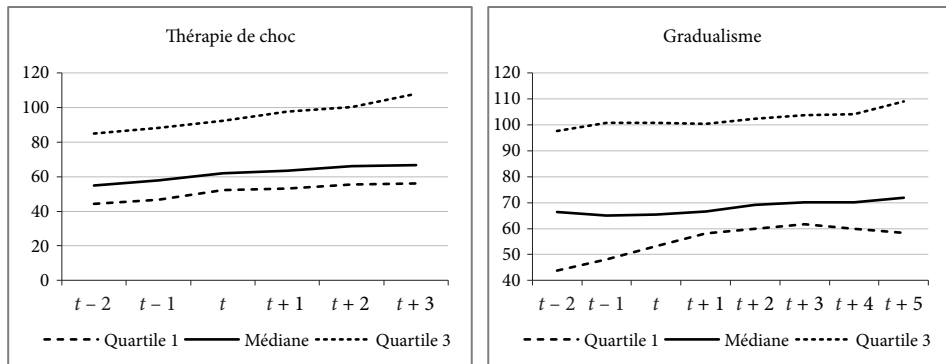


Figure 10. Dette publique (en % du PIB)

et le taux de croissance pourrait contribuer à faire décroître l'endettement public exprimé en pourcentage du PIB. Toutefois, cet effort de consolidation peut s'avérer insuffisant pour inverser la trajectoire de la dette publique si « l'effet boule de neige » domine, autrement dit si l'ajustement budgétaire ne compense pas la dynamique de la dette existante influencée par des taux d'intérêt encore trop élevé par rapport au taux de croissance du revenu.

Nous résumons nos analyses graphiques par le tableau 4 qui reporte les valeurs moyennes des variables étudiées avant ($t - 1$) et après l'ajustement ($t + 1$ et $t + 3$), ainsi que l'ampleur des changements entre le lancement de la consolidation (t) et la fin de la période d'observation ($t + 3$ et $t + 5$). Nous pouvons ainsi évaluer la différence d'ajustement macroéconomique selon les stratégies menées par les gouvernements à l'aide d'un test de différence des moyennes. Nous constatons tout d'abord que les indicateurs macroéconomiques vont dans une direction suggérant que les effets keynésiens associés à la consolidation budgétaire sont compensés par des effets classiques: le PIB et la demande privée ne diminuent pas suite à la consolidation, pas plus que le chômage ne remonte. La théorie de la nouvelle macroéconomie classique semble confirmée à travers la baisse de la prime de risque qui diminuerait

les taux de long terme. Le solde primaire s'améliore sous l'effet de la volonté des gouvernements de réduire le déficit public. En revanche la dette publique augmente très légèrement, ce qui n'est pas conforme à nos attentes. Nous observons enfin que les stratégies se différencient significativement du point de vue de la croissance du revenu, de la consommation et de l'investissement. La thérapie de choc aurait ainsi des effets plus prononcés sur ces variables alors que la théorie keynésienne s'attend à des effets détériorant justement ces deux composantes de la demande globale et in fine le revenu. Nous ne trouvons pas de différences significatives pour les autres variables. La ligne « dure » présente ainsi l'intérêt de contenir les effets de signaux et de crédibilité nécessaires pour espérer atteindre les effets expansionnistes d'une telle politique. Ces effets semblent moins évidents dans l'immédiat dans le cadre d'une stratégie plus progressive. L'ajustement pourrait alors être perçu comme trop modeste et pourrait, l'année suivante, être contrebalancé par un laxisme budgétaire. C'est la poursuite de l'effort budgétaire qui apporterait la crédibilité à l'ajustement graduel afin qu'ils parviennent aux mêmes fins sur un horizon temporel plus long. Une explication que nos données ne permettent pas d'explorer plus rigoureusement est le positionnement de l'économie dans le cycle. On voit par exemple que les consolidations sont conduites lorsque les économies sont en moyenne autour de leur croissance potentielle¹⁷. Notons toutefois que le gradualisme se met en place lorsque la croissance est en moyenne plus élevée que dans le cas de la thérapie de choc.

Tableau 4. Valeurs moyennes et effets cumulés

	Niveau de la variable				Evolution		
	thérapie de choc		ajustement graduel		thérapie de choc	ajustement graduel	<i>p</i> -value (<i>t</i> -test)
	<i>t</i> - 1	<i>t</i> + 1	<i>t</i> - 1	<i>t</i> + 3	<i>t</i> to <i>t</i> + 3	<i>t</i> to <i>t</i> + 5	
Var. PIB	1,52	2,39	2,52	2,43	1,20	-0,78	0,013
Taux de chômage	9,75	10,71	8,23	8,43	-0,44	-0,39	0,955
Taux de long terme	10,41	9,06	7,60	6,29	-2,02	-1,82	0,747
Var. consommation	1,08	1,71	1,97	2,15	1,34	0,18	0,061
Var. investissement	-0,15	2,80	3,49	1,54	4,85	-1,14	0,010
Compte courant	-1,43	0,24	-1,37	-0,48	1,43	0,99	0,697
Solde primaire	-2,55	-0,99	-1,69	-1,10	2,56	1,58	0,280
Dette publique	75,84	81,88	80,44	86,11	4,00	7,82	0,602

¹⁷ Il est difficile d'avoir la même évaluation à partir du taux de chômage qui est plus hétérogène entre ces économies.

Conclusion

Cet article s'intéresse aux stratégies de consolidation budgétaire. La littérature a mis en avant des effets expansionnistes à côté des effets keynésiens traditionnels. Nous nous demandons si la stratégie choisie peut avoir une incidence quelconque sur ses effets. Nous regardons les conséquences macroéconomiques de ces deux stratégies en utilisant une base de données originale de consolidations budgétaires discrétionnaires identifiées à partir d'une approche narrative (Devries et al., 2011). Les trajectoires analysées essentiellement sous une forme graphique ne diffèrent pas fondamentalement lorsqu'on les évalue à moyen terme (entre 3 et 5 ans) : les consolidations budgétaires ne sont pas systématiquement récessives ou défavorables à la demande. On note toutefois une différence significative entre les deux stratégies sur la moyenne de la croissance du PIB, de la consommation privée et de l'investissement en faveur d'une thérapie de choc. En outre, il est intéressant de constater des écarts à très court terme (la période suivant la mise en œuvre) dans la réaction des variables macroéconomiques qui soutiendraient la ligne « dure ». Ces résultats démontrent que le signalement et la crédibilité qui pourraient être associés à cette stratégie jouent favorablement dans la capacité des gouvernements à réussir leurs consolidations budgétaires. La dette publique n'est toutefois pas affectée par ces ajustements budgétaires, les effets de la consolidation se faisant sentir à plus long terme.

References

- Alesina, A., & Ardagna, S. (2010). *Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending*. (NBER Tax Policy and the Economy, 24, 35-68).
- Alesina, A., & Ardagna, S. (2013). *The design of fiscal adjustments*. (NBER Tax Policy and the Economy, 27, 19-67).
- Alesina, A., Ardagna, S., & Gali, J. (1998). Tales of fiscal adjustments. *Economic Policy*, 13(27), 487-545.
- Alesina, A., & Perotti, R. (1996). *Fiscal adjustments in OECD countries: Composition and macroeconomic effects*. (NBER Working Papers No. 5730, National Bureau of Economic Research, Inc.).
- Auerbach A. J., & Gorodnichenko, Y. (2012a). *Fiscal multipliers in recession and expansion*. (NBER Working Paper No. 17447).
- Auerbach, A. J., & Gorodnichenko, Y. (2012b, mai). Measuring the output responses to fiscal policy. *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2), 1-27.
- Batini, N., Callegari, G., & Melina, G. (2012). *Successful austerity in the United States, Europe and Japan*. (IMF Working Paper No. 12/190).

- Blanchard, O. (1993). *Suggestions for a new set of fiscal indicators*. Mimeo. doi: <https://econpapers.repec.org/scripts/redir.pf?u=https%3A%2F%2Fdoi.org%2F10.1787%2F435618162862;h=repec:oec:ecoaaa:79-en>
- Blanchard, O., & Leigh, D. (2013). Growth forecast errors and fiscal multipliers. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 103(3), 117-120.
- Coenen, G., Freedman, C., Furceri, D., Kumhof, M., Lalonde, R., Laxton, D., ... Veld, J. (2012). Effects of fiscal stimulus in structural models. *American Economic Journal*, 4(1), 22-68.
- Commission Européenne. (2007). Part IV - Lessons from successful fiscal consolidations. *European Economy Public Finances in EMU*, 3, 203-238.
- Commission Européenne. (2012). Part III - Consolidation and dynamics of the multipliers. Are there counter-intuitive effects?. *European Economy Public Finances in EMU*, 4, 113-162.
- Corsetti, G., Meier, A., & Müller, G. (2012). *What determines government spending multipliers?*. (CEPR Discussion Papers No. 9010).
- Devries, P., Guajardo, J., Leigh, D., & Pescatori, A. (2011). *A new action-based dataset of fiscal consolidation*. (IMF Working Paper, No. 11/128).
- Erceg Ch. J., & Lindé, J. (2012). *Fiscal consolidation in an open economy*. (Working paper Federal Reserve in International Finance Discussion Papers, No. 1046).
- Fazzari, S., Morley, J., & Panovska, I. (2015). State-dependent effects of fiscal policy. *Studies in Nonlinear Dynamics and Econometrics*, 19(3), 285-215.
- Fonds Monétaire International (FMI). (2010, octobre). *World Economic Outlook*, chapitre 3.
- Giavazzi, F., & Pagano, M. (1990). Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries. In *NBER Macroeconomics Annual 1990* (Vol. 5, pp. 75-122). National Bureau of Economic Research, Inc.
- Guajardo, J., Leigh, D., & Pescatori, A. (2014). Expansionary austerity: New international evidence. *Journal of European Economic Association*, 12(4), 949-968,
- Hall, R. E. (2009). *By how much does GDP rise if the government buys more output?*. (NBER Working Papers, No. 1549).
- Morris, R., & Schucknecht, L. (2007). *Structural balances and revenue windfalls: The role of asset prices revisited*. (ECB Working Paper, No. 737).
- Ramey, V. A., & Shapiro, M. D. (1998). Costly capital reallocation and the effects of government spending. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 48(1), 145-194.
- Romer, C. D., & Romer, D. H. (2010). The macroeconomic effects of tax changes: Estimates based on a new measure of fiscal shocks. *American Economic Review*, 100(3), 763-801.
- Stehn, S. J., Hatzius J., Wilson, D., & Carlson, S. (2011, 19 août). *The speed limit of fiscal consolidation*. (Goldman Sachs Global Economic Paper, No. 207).