

La rigueur ne suffit pas

par André Grjebine et [Francesco Saraceno](#)

[Article [paru](#) dans *Le Monde* le 19/1/2012]

On peut bien entendu s'interroger sur la légitimité de la place acquise par les agences de notation dans l'économie internationale. Mais, tant qu'à faire, si on doit prendre en compte leur message, autant se déterminer par rapport à ce qu'elles disent vraiment et non par rapport à l'orthodoxie économique qu'on leur prête, parfois à tort. La puissance de celle-ci est pourtant si grande que bien des commentateurs continuent à discourir sur la décision de Standard & Poor's (S&P) de dégrader la note de la France et d'autres pays européens en l'attribuant à une politique de rigueur qui aurait été jugée insuffisante.

En réalité, l'agence de notation [justifie](#) la dégradation qu'elle vient de décider par des arguments qui sont à l'opposé de cette orthodoxie. L'agence critique ainsi l'accord entre dirigeants européens, tel qu'il est ressorti du sommet européen du 9 décembre 2011 et des déclarations qui l'ont suivi, en lui reprochant de n'avoir en vue qu'un seul aspect de la crise, *“celle-ci étant censée découler de la prodigalité budgétaire des pays périphériques de la zone euro. Selon nous, cependant, les problèmes financiers de la zone euro sont tout autant une conséquence des déséquilibres extérieurs croissants et de la divergence de compétitivité entre le noyau de l'UEM et la soi-disant périphérie. De ce fait, un processus de réformes basé sur le seul pilier de l'austérité budgétaire risque de s'avérer autodestructeur, l'inquiétude des consommateurs quant à leur emploi et leurs revenus réduisant la demande intérieure et celle-ci conduisant à une baisse des recettes fiscales”*.

En vertu de quoi, S&P estime que le principal risque qui peut

affecter les Etats européens peut provenir d'une détérioration des situations budgétaires de certains d'entre eux "*par suite d'un environnement macroéconomique plus récessionniste*". De ce fait, S&P n'exclut pas une nouvelle dégradation, dans l'année qui vient, de la notation de pays de la zone euro.

Dès lors, s'ils prennent en compte l'exposé des motifs de l'agence de notation, les pays européens devraient mettre en oeuvre des politiques économiques susceptibles à la fois de soutenir la croissance et de faciliter ainsi le remboursement des dettes publiques et de rééquilibrer les balances courantes entre pays de la zone euro. Ce double objectif ne paraît pouvoir être obtenu que par une relance dans les pays excédentaires, en premier lieu en Allemagne.

Dettes insoutenable

L'effort de redressement budgétaire imposé aux pays de la périphérie devrait, par ailleurs, être étalé sur une période assez longue pour que ses effets récessifs soient minimisés. Une telle stratégie répondrait au principe selon lequel dans un ensemble aussi hétérogène que la zone euro, les politiques nationales des pays membres doivent être synchronisées, mais certainement pas convergentes comme on le propose ici ou là. Une telle politique impulserait ainsi la croissance de l'ensemble de la zone, rendrait la dette soutenable, et réduirait les excédents courants des uns et donc les déficits des autres. Le moins qu'on puisse dire est que le gouvernement allemand est loin de cette approche.

Angela Merkel n'a-t-elle pas réagi à la déclaration de S&P en appelant une nouvelle fois au renforcement des règles de rigueur budgétaire dans les pays qui viennent d'être dégradés, c'est-à-dire en prenant de facto le contre-pied de l'analyse de l'agence de notation ? On en vient à se demander si celle-ci, compte tenu de son argumentation, n'aurait pas été mieux inspirée de dégrader le pays qui entend imposer l'austérité à l'ensemble de la zone euro plutôt que de lui donner, à tort,

un sentiment d'être un parangon de vertu en en faisant l'un des rares à garder son triple A.

Fiscal consolidation wrong-footed

By Sabine Le Bayon

Should deficit reduction be the priority of governments today?

The constraints imposed by the Stability Pact and especially by the financial markets on Europe's governments do not leave them much leeway. But while there is no avoiding the issue of the sustainability of public debt, we also need to take into account the recessionary impact of austerity programs on economic activity, particularly during a period of recovery. The great majority of studies point to a positive multiplier effect, that is to say, a one point cut (expansion) in the budget results in a decrease (increase) in activity. Furthermore, studies have highlighted that in order to maximize a policy's impact, its *timing* is crucial: the impact on growth and on the public deficit (via its cyclical component) depends on whether or not it is supported by monetary policy, on the fiscal policy conducted by other countries, on the phase of the cycle, and so forth.

Fiscal consolidation, for example, has less impact on activity when it is accompanied by a relaxation in monetary policy and by a currency depreciation. But when interest rates are already close to zero (or in the case of a liquidity trap), the impact of fiscal restraint is not cushioned by a fall in

base rates. As the central bank cannot counter disinflation, real interest rates rise, which amplifies the fall in activity. Moreover, in a context of generalized tightening, the exchange rate cannot be a means of supporting activity in every area. This is also true when a policy of fiscal restraint is being implemented within a monetary union where the countries trade mainly among themselves. Thus, according to [the IMF](#), the impact on growth of a budget cut of 1 GDP point can vary between 0.5% and 2%, depending on whether or not an austerity program is synchronized with the response of monetary policy (Table 1).

Ultimately, the impact on growth feeds back into the state of public finances. When monetary policy can counteract the recessionary effects of fiscal policy, a one-off budget cut of a single GDP point reduces activity by 0.5% after two years. The deterioration in the cyclical deficit then comes to 0.25 GDP point, and the balance ultimately improves by 0.75 point. When interest rates are near zero, a one point negative fiscal stimulus in a country reduces growth by one point and worsens the cyclical deficit by 0.5 point, leading ultimately to an improvement in the deficit of only 0.5 GDP point. Finally, when a liquidity trap (or rates of zero) is combined with generalized budget cuts, a one GDP point negative fiscal stimulus reduces growth by 2 points, because neither monetary policy nor exchange rates can offset the impact of the cuts. This widens the cyclical deficit by one point, and there is therefore no improvement in the public deficit despite the one point structural effort.

Tableau 1. Impact of fiscal consolidation on growth based on various IMF hypotheses

	Interest rates greater than zero	Interest rates near zero
Isolated fiscal consolidation	- 0.5	- 1
Global fiscal consolidation	- 0.8	- 2

Source: IMF (2010).

Furthermore, the economy's position in the cycle influences

the multipliers. At the bottom of the cycle, for instance, they are amplified: an austerity policy accentuates any deflationary tendencies at work, which intensifies the fall in demand and therefore the impact on activity. However, at the top of the cycle, the disinflationary effects of the austerity measures counteract the inflationary trend usually seen in this phase, thus reducing the multiplier. According to [Creel, Heyer and Plane](#), after one year, and depending on the policy instruments used, the multiplier lies between 1 and 1.3 points when the economy is in the bottom of the cycle (assuming an output gap of -2%) and between 0.8 and 1.2 points in mid-cycle (an output gap of zero) and the top of the cycle (for an output gap of 2%). At 5 years, the effect is even stronger: between 1 and 1.6 points at the bottom of the cycle, between 0.6 and 1.3 in mid-cycle and between 0 and 1.2 at the top of the cycle. Thus, when the output gap is negative, fiscal consolidation policies are not very effective because they lead to a significant decline in GDP compared to a scenario with no restraint, which limits any fiscal gains to be expected from the austerity policies.

Today everything has come together for the austerity policies to lead to a significant slowdown in growth with little reduction in the deficit, especially in the euro zone. This is why we tried to assess the indirect impact, for France and the major developed countries, of the austerity measures being implemented by their trading partners, in addition to the direct impact of the various national plans. The impact of fiscal restraint (in country A) on demand from its partners (B) depends on the elasticity of imports with respect to the GDP of country A but also on the degree of openness and geographical orientation of exports of the B countries. In the case of France, for a national multiplier of 0.5, the total multiplier is 0.7, once the fiscal restraint policies of the partners are taken into account via foreign trade; for a national multiplier of 1, the total multiplier is 1.5.

Based on the fiscal packages planned in the various countries, we obtain an impact of foreign plans on national activity of between -0.1 and -0.7 point in 2012, depending on the degree of openness of the countries and the orientation of their trade (Table 2). For France, the restraint planned by its trading partners will cut growth by 0.7 point in 2012, which is almost equal to the savings plan set up by the government (1 point). In Germany, the impact of foreign austerity plans on GDP is close to that calculated for France: even if Germany is more open, it trades less than France does with the rest of the euro zone, and will benefit more from the US stimulus package in 2012. In the other euro zone countries, foreign fiscal cuts will have an impact of the same magnitude (0.6). In the US, the effects of the stimulus package will be undercut by the austerity measures being implemented elsewhere; while the direct effect of the stimulus package on GDP will be 0.7 point, the lower demand addressed to it will cut growth by 0.2 point, limiting the impact of the expansionary fiscal policy. The slower than expected growth could render the deficit reduction goals obsolete. Using our assumptions of national multipliers of between 0.6 and 0.9, a one GDP point negative fiscal stimulus in all the EU countries actually reduces the deficit by only 0.4 to 0.6 GDP point in each country, once the fiscal restraint of the trade partners is taken into account.

Tableau 1. Impact of fiscal consolidation on GDP in 2012

	Direct effect	Effect via external demand	Total
France	- 1.0	- 0.7	- 1.7
Germany	- 0.3	- 0.7	- 1.0
Spain	- 2.3	- 0.6	- 3.0
Italy	- 2.1	- 0.6	- 2.6
United Kingdom	- 1.9	- 0.4	- 2.3
United States	0.7	- 0.2	0.5
Japan	1.4	- 0.1	1.3

Sources: OFCE calculations and forecasts, October 2011.

This text refers to the [study of fiscal policy](#) (in French) that accompanies the analysis of the economic situation and

the forecast for 2011-2012, available on the [OFCE web site](#).

Des politiques budgétaires restrictives à contretemps

par Sabine Le Bayon

La réduction des déficits publics doit-elle être aujourd'hui la priorité des gouvernements ?

La contrainte que font peser le Pacte de stabilité et surtout les marchés financiers sur les pays européens ne leur a guère laissé le choix. Or, si la question de la soutenabilité de la dette publique ne peut être éludée, il faut aussi tenir compte de l'impact récessif des politiques d'austérité sur l'activité, particulièrement en période de reprise. Une large majorité d'études concluent en effet à un multiplicateur positif, c'est-à-dire qu'un point de restriction (expansion) budgétaire se traduit par une baisse (hausse) de l'activité. De plus, des études ont mis en avant l'importance du *timing* d'une politique budgétaire pour maximiser son efficacité : son impact sur la croissance et sur le solde public (*via* sa composante conjoncturelle) dépend en effet de l'accompagnement ou non de la politique monétaire, de la politique budgétaire menée dans les autres pays, de la phase du cycle conjoncturel, ...

Une consolidation budgétaire a par exemple moins d'impact sur l'activité quand elle s'accompagne d'une détente de la politique monétaire et d'une dépréciation de la monnaie. Mais quand les taux d'intérêt sont déjà proches de zéro (ou dans le

cas d'une trappe à liquidité), l'impact de la restriction budgétaire n'est pas amorti par la baisse des taux directeurs. Comme la Banque centrale ne peut pas contrer la désinflation, les taux d'intérêt réels augmentent, ce qui amplifie la chute de l'activité. Par ailleurs, quand la rigueur est généralisée, le taux de change ne peut pas être un mécanisme de soutien à l'activité pour toutes les zones. Ceci est vrai aussi quand une politique restrictive est menée au sein d'une union monétaire où les pays commercent essentiellement entre eux. Ainsi, selon [le FMI](#), l'impact sur la croissance d'une restriction budgétaire de 1 point de PIB varie entre 0,5 et 2 % selon la synchronisation ou non de l'austérité et la réponse de la politique monétaire (tableau 1). *In fine*, cet impact sur la croissance se répercute sur la situation des finances publiques. Quand la politique monétaire peut contrecarrer les effets récessifs de la politique budgétaire, une restriction isolée de 1 point de PIB réduit l'activité de 0,5 % après deux ans. La dégradation du solde conjoncturel atteint alors 0,25 point de PIB et le solde s'améliore *in fine* de 0,75 point. Quand les taux d'intérêt sont proches de zéro, un point d'impulsion budgétaire négative dans un pays réduit la croissance d'un point et dégrade le solde conjoncturel de 0,5 point, induisant une amélioration du solde de 0,5 point de PIB seulement. Enfin, quand on cumule trappe à liquidité (ou taux nuls) et restriction généralisée, une impulsion budgétaire de -1 point de PIB réduit la croissance de 2 points, car ni la politique monétaire ni le taux de change ne peuvent atténuer l'impact de la rigueur. Ceci creuse le solde conjoncturel d'un point et il n'y a donc pas d'amélioration du solde public malgré un effort structurel d'un point.

Tableau 1. Impact d'une restriction budgétaire sur la croissance sous diverses hypothèses selon le FMI

	Taux d'intérêt directeurs supérieurs à zéro	Taux d'intérêt directeurs proches de zéro
Restriction isolée	-0,5	-1
Restriction mondiale	-0,8	-2

Source : FMI (2010).

Par ailleurs, la position de l'économie dans le cycle économique influe sur les multiplicateurs. Ainsi, ces derniers sont amplifiés en bas de cycle : une politique de rigueur accentue les tendances déflationnistes à l'œuvre, ce qui amplifie la baisse de la demande et donc l'impact sur l'activité. En revanche, en haut de cycle, les effets désinflationnistes de l'austérité contrecarrent la tendance inflationniste usuelle à cette phase, ce qui réduit le multiplicateur. Selon [Creel, Heyer et Plane](#), à l'horizon d'un an, et selon les instruments de politique économique utilisés, le multiplicateur est compris entre 1 et 1,3 point quand l'économie est en bas de cycle (on suppose un écart de production de -2%); il est compris entre 0,8 et 1,2 point en milieu de cycle (l'écart de production nul) et en haut de cycle (pour un écart de production de 2 %). A 5 ans, l'effet est plus fort encore : entre 1 et 1,6 point en bas de cycle, entre 0,6 et 1,3 en milieu de cycle et entre 0 et 1,2 en haut de cycle. Ainsi, lorsque l'écart de production est négatif, les politiques de consolidation budgétaire sont peu efficaces, car elles entraînent une baisse du PIB importante par rapport au scénario sans restriction, ce qui limite les gains budgétaires attendus de l'austérité.

Aujourd'hui tous les éléments sont réunis pour que les politiques de rigueur entraînent un ralentissement important de la croissance et que le déficit se résorbe peu, en particulier dans la zone euro. C'est pourquoi nous avons cherché à évaluer l'impact indirect, pour la France et les grands pays développés, de l'austérité mise en place chez leurs partenaires commerciaux, en plus de l'effet direct lié aux plans nationaux. L'impact d'une restriction budgétaire (dans un pays A) sur la demande adressée de ses partenaires (B) dépend de l'élasticité des importations au PIB du pays A mais aussi du degré d'ouverture et de l'orientation géographique des exportations des pays B. Dans le cas de la France, pour un multiplicateur national de 0,5, le multiplicateur total est de 0,7, une fois la restriction des

partenaires prise en compte *via* le commerce extérieur ; pour un multiplicateur national de 1, le multiplicateur total est de 1,5.

En nous appuyant sur les impulsions budgétaires prévues dans les différents pays, nous obtenons un impact des plans étrangers sur l'activité nationale compris entre -0,1 et -0,7 point en 2012 selon le degré d'ouverture des pays et l'orientation de leur commerce (tableau 2). Pour la France, la restriction de ses partenaires commerciaux amputera la croissance de 0,7 point en 2012, soit presque autant que le plan d'économies mis en place par le gouvernement (1 point). En Allemagne, l'impact des plans de restriction étrangers sur le PIB est proche de celui calculé pour la France : même si le pays est plus ouvert, il commerce moins que la France avec le reste de la zone euro, et bénéficie davantage par exemple du plan de relance des Etats-Unis en 2012. Dans les autres pays de la zone euro, les mesures de restrictions étrangères auront un impact du même ordre (0,6 point). Aux États-Unis, les effets du plan de relance seront affaiblis du fait de l'austérité menée ailleurs : alors que l'effet direct de la relance sur le PIB sera de 0,7 point, la demande adressée amputera la croissance de 0,2 point, limitant l'impact expansionniste de la politique budgétaire. Le ralentissement plus fort qu'attendu de la croissance risque de rendre caducs les objectifs de réduction du déficit public. Avec nos hypothèses de multiplicateurs nationaux compris entre 0,6 et 0,9, une impulsion budgétaire de -1 point de PIB dans l'ensemble des pays de l'Union européenne ne réduit en effet le déficit que de 0,4 à 0,6 point de PIB dans chacun des pays, une fois la restriction des partenaires commerciaux prise en compte.

Tableau 2. Impact des mesures de restriction sur le PIB en 2012

	... effet direct	... effet via la demande adressée	Total
France	-1,0	-0,7	-1,7
Allemagne	-0,3	-0,7	-1,0
Espagne	-2,3	-0,6	-3,0
Italie	-2,1	-0,6	-2,6
Royaum-Uni	-1,9	-0,4	-2,3
États-Unis	0,7	-0,2	0,5
Japon	1,4	-0,1	1,3

Sources : calculs OFCE et prévisions octobre 2011.

Ce texte fait référence à [l'étude sur la politique budgétaire jointe à l'analyse de la conjoncture et la prévision à l'horizon 2011-2012](#), disponible sur [le site de l'OFCE](#).