

# **LES STABILISATEURS AUTOMATIQUES SONT-ILS ENCORE EFFICACES ?**

## **Le cas de la France dans les années quatre-vingt-dix**

Jean-Philippe COTIS, Bruno CREPON, Yannick L'HORTY,  
Renaud MEARY

**Document de travail**  
**N° 96-15**  
**Décembre 1996**

**LES STABILISATEURS AUTOMATIQUES  
SONT-ILS ENCORE EFFICACES ?**

**Le cas de la France dans les années quatre-vingt-dix**

**Jean-Philippe COTIS, Bruno CREPON, Yannick L'HORTY, Renaud MEARY**

**DOCUMENT DE TRAVAIL**

**N° 96-15**

**Décembre 1996**

**Ce document de travail n'engage que ses auteurs. L'objet de sa diffusion  
est de stimuler le débat et d'appeler commentaires et critiques.**

**MINISTÈRE  
DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES  
DIRECTION DE LA PRÉVISION  
139, rue de Bercy - Bâtiment VAUBAN  
75572 - PARIS CEDEX 12**

---

## Sommaire

---

<b>Résumé</b>	3
<b>Introduction</b>	5
<b>I - Le constat : une insensibilité apparente de l'activité et du taux d'épargne national à la politique budgétaire</b>	6
<b>II - Les circonstances particulières qui caractérisent aujourd'hui l'économie française rendent des approches non-keynésiennes plus pertinentes</b>	8
<b>III - L'effet des stabilisateurs automatiques a-t-il pu être systématiquement contrarié par des effets d'éviction ?</b>	12
<b>IV - Les stabilisateurs privés sont-ils émoussés ?</b>	15
<b>Conclusion</b>	18
<b>Annexe</b>	19
<b>Bibliographie</b>	20

---

## Résumé

---

Cette étude essaie de comprendre pourquoi la forte détérioration des déficits publics du début des années quatre-vingt-dix fut associée à une augmentation massive du taux d'épargne, qui pouvait avoir contribué à émousser la sensibilité de l'activité économique à la politique budgétaire.

Plusieurs explications sont explorées et testées :

- l'existence des motifs de précaution liés aux inquiétudes relatives à l'avenir des systèmes de retraite ou à une sensibilité accrue de l'emploi aux fluctuations de l'activité ;
- les effets de taux d'intérêt et la déréglementation des marchés financiers ;
- des approches non-keynésiennes expliquant la modification des comportement d'épargne par des raisons dépendantes de la politique budgétaire.

Notre principale conclusion est que la transition vers l'Union économique et monétaire (UEM) pourrait avoir contribué à une augmentation de la réactivité des taux d'intérêt aux déficits publics ainsi qu'à une sensibilité accrue des ménages au risque de taxation future. Une fois l'intégration économique et monétaire réalisée, la politique budgétaire pourrait redevenir plus efficace.

---

## Introduction

---

Depuis le début des années quatre-vingt-dix, le ralentissement conjoncturel qu'ont connu les pays d'Europe s'est accompagné le plus souvent d'une dégradation de leurs finances publiques. En 1993, au plus profond de la récession, les déficits publics ont fréquemment atteint des niveaux historiquement élevés.

La France est l'un des pays européens où la dégradation des déficits publics, de l'ordre de 4,5 points de PIB au cours de la période 1990-94, a été le plus accusée. Cette détérioration trouve son origine à la fois dans un ralentissement marqué de la conjoncture et dans une orientation relativement expansive de la politique budgétaire.

A l'instar de ce qui a été observé au Royaume-Uni, le creusement des déficits publics n'a pas entraîné de détérioration de la balance courante, qui s'est même renforcée au cours de la période 1990-94, parallèlement à **un fort accroissement de la capacité de financement des agents privés, notamment des ménages.**

Au total, l'économie française a été caractérisée depuis le début des années quatre-vingt-dix par une croissance relativement faible (analogue à celle de l'Italie et du Royaume-Uni mais deux fois inférieure à celle de l'Allemagne et du Bénélux) et par une forte dégradation des comptes publics.

Ces quelques faits stylisés sont compatibles avec deux interprétations, éventuellement complémentaires :

- la France, comme le Royaume-Uni, a souffert plus fortement de la récession que la moyenne de ses partenaires européens, ce qui expliquerait à la fois le redressement de sa balance courante et la dégradation du déficit public ;
- la politique budgétaire, qu'il s'agisse de mesures discrétionnaires ou du jeu des stabilisateurs automatiques, n'a pas eu toute l'efficacité attendue en termes de stimulation de la demande intérieure, pour des raisons diverses (émergence de comportements de consommation non-keynésiens des ménages, effets d'éviction renforcés, etc.).

Quelle que soit l'explication retenue, il s'agit de rendre compte du changement brutal observé dans le comportement de consommation des ménages français depuis le début des années quatre-vingt-dix.

Alors qu'il obéissait traditionnellement à un motif de lissage de la consommation au cours du cycle, aux effets fortement contra-cycliques, le comportement d'épargne des ménages est devenu brutalement pro-cyclique au cours de la dernière récession, le ralentissement de l'activité étant désormais associé à une hausse du taux d'épargne.

### Trois grilles de lectures

Comment expliquer la singularité des comportements d'épargne depuis le début des années quatre-vingt-dix ? Trois grilles de lectures peuvent être proposées.

La première fait directement porter la responsabilité de l'excès d'épargne sur l'évolution du déficit public, dans la mesure où ce dernier accroît la charge fiscale pesant sur les ménages dans le futur. Il s'agit en fait d'une version non-keynésienne assez extrême puisque les mouvements correcteurs de l'épargne privée viendraient contrarier et les effets des déficits structurels et ceux des stabilisateurs automatiques.

La deuxième grille de lecture privilégie la relation entre taux d'intérêt et déficit public. Dans le contexte particulier de la transition vers l'UEM, les effets expansifs d'une dégradation des soldes publics peuvent se trouver rapidement affaiblis par un durcissement "spontané" des conditions monétaires.

Enfin, la dernière grille de lecture se fonde sur l'hypothèse d'une modification des comportements d'épargne pour des raisons indépendantes de l'évolution du déficit. Le taux d'épargne des ménages serait devenu pro-cyclique en France, ce qui contribuerait à aggraver simultanément l'activité et les soldes publics en période de ralentissement économique. Le problème ne serait alors plus celui d'une perte d'efficacité des stabilisateurs automatiques publics mais celle de l'affaiblissement des stabilisateurs automatiques opérant au sein de la sphère privée de l'économie, dans un contexte caractérisé par une plus grande incertitude sur les perspectives d'emploi et une importante déréglementation financière.

Cette étude, dont le contenu est à la fois empirique et très spéculatif, tente de départager ces différentes approches. Le propos est celui de praticiens qui peuvent apporter au débat une certaine connaissance des réalités économiques françaises et peut-être également quelques questions pertinentes. La situation française constituera le terrain d'analyse. Une première partie tente d'apprécier dans quelle mesure la sensibilité de la conjoncture

aux déficits se serait réduite au cours des années récentes et de préciser la part inexpliquée des comportements d'épargne des ménages. Les trois parties suivantes développent tour à tour chacune de ces trois grilles de lecture.

## I - Le constat : une insensibilité apparente de l'activité et du taux d'épargne national à la politique budgétaire

### I.1 - La politique budgétaire a été fortement sollicitée au cours de la période 1991-94 en France afin de stabiliser l'activité économique.

Les stabilisateurs automatiques ont largement joué et la politique budgétaire a pris un tour discrétionnaire franchement expansif. De fait, la dégradation du déficit public imputable au creusement de l'*output gap* se serait élevée à 2,5 points de PIB environ au cours de la période,

et la dégradation du solde structurel aurait atteint près de 2.0 points de PIB.

Ces orientations budgétaires se sont révélées assez différentes des politiques suivies, en moyenne, par les partenaires européens de la France (cf. tableau 1 ci-dessous) qui ont privilégié la consolidation des finances publiques, à partir de situations initiales il est vrai fortement dégradées (Italie, Belgique...).

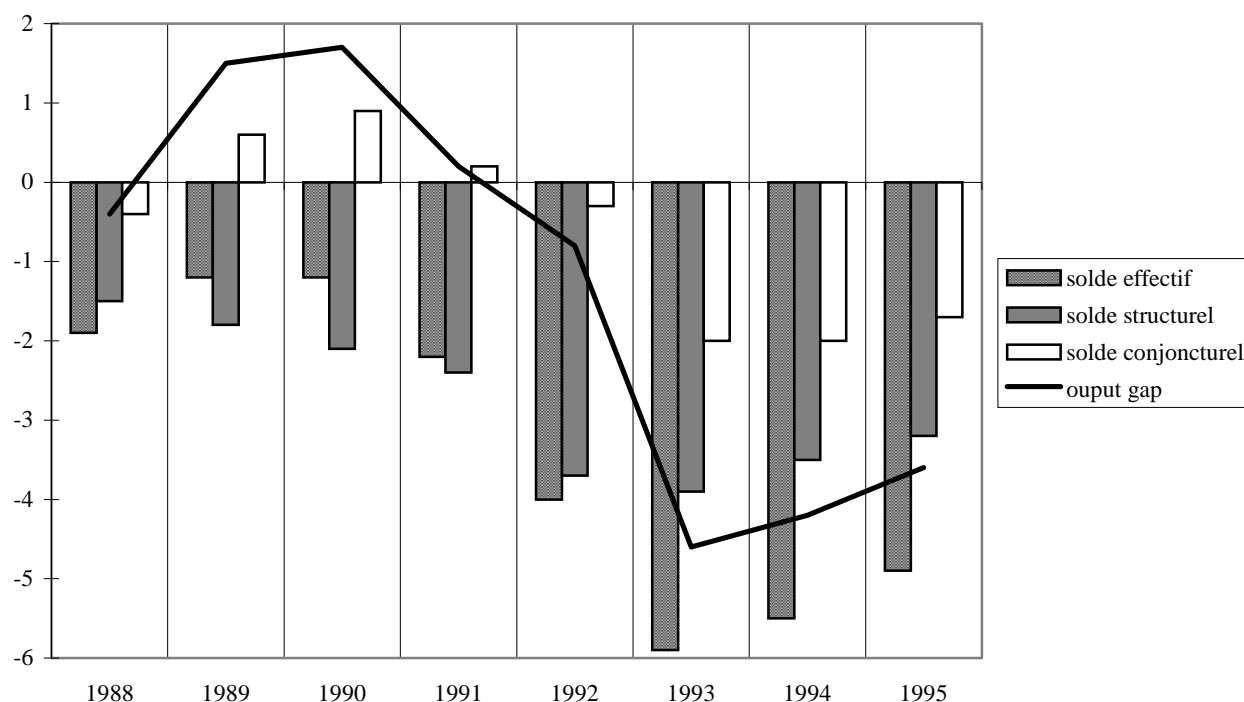
S'agissant de la composante structurelle du déficit français, on peut noter que la politique budgétaire a été active dès la phase d'expansion et que cet activisme s'est poursuivi dans la phase de ralentissement, le déficit public se creusant au-delà du simple jeu des stabilisateurs automatiques. Le creusement du déficit public depuis le début de la décennie est donc imputable à la fois à des raisons conjoncturelles et structurelles. En moyenne, les variations du déficit effectif s'expliquent pour moitié par les variations de chacune de ces deux composantes.

**Tableau 1 : évolution des indicateurs de politique budgétaire dans quelques grands pays européens (variation cumulée sur la période 1990-94) (+ indique une dégradation)**

	Déficit public (en % de PIB)	Output gap (en % de PIB)	Solde structurel (en % de PIB)	Croissance (en volume) de la consommation des administrations
France	+ 4,4	- 4,6	+ 2,0	+ 10,6 %
Allemagne	+ 0,5	- 3,0	-1,0	+ 6,2 %
Italie	- 1,9	- 6,0	- 4,3	+ 3,3 %
Royaume-Uni	+ 5,7	- 6,3	+ 2,2	+ 4,8 %
Belgique	- 0,5	- 3,8	- 2,9	+ 5,0 %
Pays-Bas	- 1,9	- 3,0	- 3,8	+ 4,3 %

Source : OCDE (décembre 1995)

**Graphique 1 : déficit public conjoncturel et structurel en France**



**I.2 - Pourtant, *a posteriori*, les effets de la politique budgétaire sur l'activité et le taux d'épargne ont pu apparaître modestes.**

Malgré l'orientation relativement expansive de sa politique budgétaire, la performance de la France, en termes de croissance de l'activité, ne semble pas avoir été plus élevée que celle de ses partenaires européens (très inférieure à celle de l'Allemagne et du Bénélux, analogue à celle de l'Italie et du Royaume-Uni).

Évaluée à l'aune des modèles macroéconométriques usuels, la performance française s'est également révélée décevante.

Une simulation rétrospective effectuée à l'aide du modèle macroéconométrique du ministère de l'économie et des finances (METRIC) se révèle ainsi exagérément optimiste dans la phase de ralentissement du début des années quatre-vingt-dix. En l'espace de trois ans (1990-93), elle conduit à surestimer d'environ trois points le niveau de l'activité par rapport à ce qui a été observé.

L'erreur la plus manifeste porte sur les équations de consommation. **Le comportement d'épargne des ménages français s'est en effet considérablement transformé depuis le début des années quatre-vingt-dix et reste très difficile à expliquer.**

**Tableau 2 : la rupture de 1992**  
variable expliquée : dc  
(taux de croissance de la consommation privée de biens non durables)

	Équation (1)	Équation (2)
dc <sub>-1</sub>	-0.46 (-4.55)	-0.65 (-7.03)
dc <sub>-2</sub>	-0.23 (-2.41)	-0.41 (-4.61)
dr	0.19 (2.89)	0.19 (3.37)
dr <sub>-1</sub>	0.11 (1.63)	0.07 (1.17)
dr <sub>-2</sub>	0.08 (1.29)	0.08 (1.34)
dinfl	-0.30 (-2.5)	-0.34 (-3.39)
(c-r) <sub>-1</sub>	-0.10 (-3.98)	-0.12 (-5.64)
infl <sub>-1</sub>	-0.35 (-3.27)	-0.59 (-5.82)
post1992		-0.0093 (-5.75)
Constant	-0.008 (-2.03)	-0.005 (-1.54)
R <sup>2</sup>	0.4215	0.5837
DW	1.86	1.99

T de Student entre parenthèses.

**Tableau 3 : évolution des déterminants traditionnels du taux d'épargne**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Pouvoir d'achat du revenu</b>	3,9	3,7	2	1,8	0,3	1,1
<b>Inflation</b>	3,5	2,8	3,4	2,5	2,3	1,7
<b>Taux d'épargne</b>	11,7	12,5	13,2	13,7	13,8	13,4

Dans ce domaine, les études empiriques mettent traditionnellement en avant deux déterminants essentiels : le revenu, auquel la consommation s'ajuste avec retard, et les prix dont la hausse stimule l'épargne par un effet d'encaisses réelles.

Or, les équations économétriques fondées sur ces deux seuls effets ne se sont pas comportées de manière satisfaisante au cours du dernier cycle. En effet, le taux d'épargne a progressé sans interruption dans la phase de ralentissement de l'activité, après 1990, alors que la moindre progression du revenu et la poursuite de la désinflation auraient dû le pousser à la baisse (cf. tableau 3). Sur cette période, les équations ont ainsi systématiquement sous-estimé l'évolution du taux d'épargne d'environ un point par an. On peut ainsi mettre en évidence une rupture nette dans le comportement de consommation des ménages après 1992. Toutes choses égales par ailleurs la propension à consommer aurait baissé à long terme de 7.5% (cf. tableau 2). La consommation des ménages semble donc avoir été considérablement plus pro-cyclique qu'à l'accoutumée ce qui est clairement venu contrarier les effets de stabilisation éventuels de la politique budgétaire.

Il en va de même de l'évolution de l'investissement. Celle-ci est relativement bien expliquée jusqu'en 1990 par une équation de type accélérateur-profit. En revanche, après cette date, l'ampleur de son retournement est largement sous-estimée. Des quelque 20 % de chute de l'investissement observés entre 1991 et 1993, seulement 8 % sont expliqués par le jeu de ses déterminants usuels.

Au total, les principales composantes de la demande intérieure, consommation et investissement, ont eu en France, dans la phase de ralentissement qui débute au tournant de la décennie, une évolution largement inexpliquée par leurs déterminants traditionnels. Cette évolution a réduit la sensibilité apparente, telle qu'on peut l'appréhender *ex post* de la conjoncture à l'évolution des déficits publics.

## **II - Les circonstances particulières qui caractérisent aujourd'hui l'économie française rendent des approches non-keynésiennes plus pertinentes.**

### **II.1 - L'approche néo-ricardienne repose sur des hypothèses peu réalistes et est généralement rejetée par les praticiens de l'économie.**

L'approche néo-ricardienne est la seule à faire porter directement la responsabilité d'une épargne accrue en phase de ralentissement de l'activité à l'évolution du déficit elle-même. Dans le cas de la France, le creusement du déficit structurel qui est assez régulier depuis la fin des années quatre-vingt et la dégradation automatique du déficit auraient vu leurs effets sur l'activité contrariés par une hausse du taux d'épargne. Suivant l'approche néo-ricardienne, les agents privés intègrent dans leur choix de consommation la contrainte budgétaire inter-temporelle de l'État.

Dans ce cas, un accroissement du déficit se traduit par une hausse de l'épargne dans la mesure où les agents sont conscients qu'une réduction des impôts aujourd'hui et une hausse du déficit public, entraîneront à terme une hausse des prélèvements pour maintenir la solvabilité de l'État. En substituant la dette publique à l'impôt, le gouvernement ne modifie pas la valeur actuarielle des impôts futurs et, partant, le revenu permanent des ménages. Pour être opératoire, ce mécanisme suppose néanmoins que soient satisfaites au moins deux conditions préalables<sup>(1)</sup> que les agents ne fassent pas l'objet d'une contrainte de liquidité et qu'ils fassent preuve d'altruisme intergénérationnel.

Cette explication, qui a fait l'objet de nombreux travaux depuis la contribution de Barro (1974), fait souvent figure de curiosité théorique dans le monde des praticiens. Les hypothèses qui

(1) Pour une liste exhaustive des hypothèses sur lesquelles repose la proposition d'équivalence ricardienne, voir Seater (1993).



sous-tendent le raisonnement néo-ricardien - durée de vie infinie ou comportement dynastique des ménages, absence de contrainte de liquidités, taxes forfaitaires, marché du crédit parfait - peuvent paraître en effet peu réalistes.

En présence de contrainte de liquidité, c'est-à-dire lorsque l'accès au crédit est limité, la consommation des ménages et la demande des entreprises dépendent du revenu réel courant bien au-delà de sa seule contribution au revenu permanent. L'accroissement du déficit peut-être alors favorable à la consommation des ménages et à la demande des entreprises.

**Le déficit public permet alors sous certaines conditions, d'organiser une intermédiation financière plus efficace que celle du marché en empruntant auprès d'agents (non contraints sur leur liquidité) dont le taux d'actualisation est proche de celui du gouvernement,** pour "prêter" (baisse des impôts aujourd'hui, hausse par la suite) à des agents dont le taux d'actualisation est beaucoup plus élevé. L'effet sur l'activité peut se trouver renforcé si les bénéficiaires des baisses d'impôts ne sont pas ceux qui seront appelés à supporter les hausses de prélèvements futurs (groupes sociaux ou générations différentes, dans un univers où l'horizon de vie est fini).

En pratique, et pour peu que l'univers néo-ricardien soit tempéré par différentes "imperfections" (contraintes de liquidité, diversité des propensions à consommer, etc.), l'effet des politiques budgétaires sur l'activité, qu'il s'agisse de mesures discrétionnaires ou des stabilisateurs automatiques, peut donc se révéler tout à fait substantiel (cf. Giavazzi et Pagano 1990).<sup>(2)</sup>

Cet effet devrait être d'autant plus fort que l'économie se trouve au creux d'un cycle.

Comme l'indiquent en effet les enquêtes de conjoncture, la proportion des agents contraints sur leurs liquidités (petites et moyennes entreprises, ménages) s'accroît fortement en période de récession. L'accroissement du déficit, qu'il soit automatique ou discrétionnaire facilite alors systématiquement l'intermédiation au profit des agents contraints financièrement.

Le jeu des stabilisateurs automatiques contribue à accroître les transferts nets reçus par les ménages les plus vulnérables (jeunes demandeurs d'emploi, bénéficiaires de programmes de réin-

sertion et d'emplois publics) dont la propension à consommer est présumée très forte et dont les revenus ne subiront pas nécessairement une forte taxation en phase haute du cycle.

**II.2 - Dans ce contexte, quelles sont les circonstances spécifiques à l'économie française qui seraient susceptibles de rendre aujourd'hui une plus grande actualité aux points de vue non-keynésiens ?**

**Une première approche consiste à introduire certaines non linéarités, liées au poids initial de la dette publique, dans le raisonnement néo-ricardien.**

Même en l'absence de contrainte de liquidité, un creusement du déficit peut ne pas engendrer de remontée du taux d'épargne si le poids initial de la dette publique est faible et si les agents économiques ont un horizon fini. En effet, pour des niveaux faibles de dette publique, les agents privés peuvent avoir de bonnes raisons d'anticiper un report des prélèvements sur les générations futures (Sutherland, 1995). **Si, en revanche, le niveau de la dette publique est élevé, le risque que les prélèvements augmentent dans un avenir proche s'accroît fortement. Une dégradation du déficit peut avoir alors des conséquences négatives sur la demande intérieure.**

Des travaux empiriques récents (Dalamagas, 1993), ont ainsi montré que pour les pays européens à dette publique faible (Allemagne, France), l'accroissement du déficit public avait un effet expansif sur l'activité alors que l'inverse était vrai pour des pays à dette publique élevée.<sup>(3)</sup> Dans le cas de la France, les finances publiques affectent positivement la consommation à travers le montant des dépenses publiques en biens et services et le stock de la dette publique.<sup>(4)</sup>

Jugée à l'aune du critère du poids de la dette publique, la situation de la France au cours des années 1990-94 n'était pas sans faiblesse : le poids de la dette publique française est resté encore modéré mais il s'est accru rapidement. Dans un tel contexte, l'efficacité de la politique budgétaire est susceptible de se détériorer brutalement.

(2) Qui opposent les effets "non contractionnistes" du plan de consolidation danois et du deuxième plan irlandais aux effets contractionnistes du premier plan irlandais.

(3) Ces travaux portent malheureusement sur des données ne dépassant pas l'année 1991.

(4) D'une manière plus générale, cependant, on peut noter les difficultés rencontrées par les économètres pour faire apparaître un effet robuste de la richesse financière nette des ménages, composée essentiellement de titres publics, sur la consommation (cf. Dubois, 1994).

## **Un deuxième argument peut plaider en faveur d'un comportement non-keynésien ; il se fonde sur la proximité de la troisième phase de l'UEM.**

En effet, le respect des critères de convergence de Maastricht en matière de déficits publics fait apparaître très probable à court terme l'augmentation des prélèvements visant à corriger des déficits excessifs, ce qui justifie la constitution immédiate d'une épargne de précaution. Le financement du déficit public ne peut plus être reporté sur les générations futures, même si le poids de la dette n'est pas excessif au regard de la moyenne des pays européens.

Cet argument, qui tient beaucoup aux circonstances, trouve d'ailleurs des éléments de confirmation dans le débat public contemporain en France. En effet, la discussion des critères de convergence y joue un rôle de premier plan et l'exigence d'une réduction des déficits publics leur est largement imputée, même si cette exigence s'imposerait en toutes circonstances pour retrouver un cours des finances publiques plus soutenable.

Cette argumentation non-keynésienne ne peut pas être considérée comme strictement "néo-ricardienne", puisque le changement de comportement d'épargne des ménages ne provient probablement pas d'un comportement davantage "*forward looking*" de leur part, mais plutôt d'un rapprochement de la contrainte budgétaire

intertemporelle, qui devient opératoire à l'horizon de quelques années dans le contexte de la transition vers l'UEM.

A l'issue de ce tour d'horizon nécessairement succinct, on ne peut donc écarter l'hypothèse que, dans les circonstances actuelles, l'efficacité de la politique budgétaire ait été affaiblie par des comportements d'épargne témoignant d'une sensibilité plus grande des ménages aux risques de taxation future.

### **II.3 - Une approche "néo-ricardienne" tempérée doit-elle distinguer l'effet des stabilisateurs automatiques et des politiques discrétionnaires ?**

Dans un univers purement néo-ricardien, il n'y a pas lieu de faire de distinction entre stabilisateurs automatiques et politiques discrétionnaire. Dans les deux cas une baisse d'impôt, qu'elle soit d'origine conjoncturelle ou discrétionnaire, sera suivie d'une hausse d'ampleur équivalente (en terme de valeur actuelle) à l'avenir, de sorte que le revenu permanent reste inchangé. Par rapport à

une politique discrétionnaire, les stabilisateurs automatiques se singularisent simplement par le fait que leur neutralité « néo-ricardienne » ne dépend pas de l'horizon temporel des agents : à une baisse d'impôt d'origine cyclique succède en effet à bref délai une hausse induite par la reprise de l'activité.

Dans un univers où des ménages néo-ricardiens coexistent avec des ménages contraints sur leurs liquidités (i.e. « néo-ricardisme » tempéré), les stabilisateurs présentent, par rapport à une politique discrétionnaire, l'avantage de se déclencher automatiquement, au creux du cycle, lorsque la proportion de ménages contraints sur leurs liquidités est la plus forte.

Enfin, dans l'hypothèse réaliste où le déclenchement des plans de redressement des comptes publics dépend du niveau de la dette, les stabilisateurs automatiques présentent un avantage supplémentaire. Ils permettent de soulager les ménages qui subissent de fortes contraintes de liquidité en creux de cycle, sans aggraver à terme le poids de la dette, et donc sans réactiver les « réflexes néo-ricardiens » des contribuables (cf. *supra*).

Ces considérations optimistes permettent-elles de conclure à un effet robuste des stabilisateurs automatiques sur l'activité en toutes circonstances ?

Il est permis d'en douter, pour au moins deux raisons.

**La première raison se fonde sur l'existence possible de phénomènes d'hystérèse ou de persistance de chocs sur l'activité.** La non stationnarité du PIB français est ainsi un fait stylisé avancé par de nombreuses études empiriques. Dans ce cas de figure, une bonne représentation statistique de l'évolution de l'activité est donnée par une marche aléatoire où les chocs d'hier modifient définitivement le sentier d'activité de demain. Dans ce contexte de chocs persistants, rien ne permet d'affirmer que les déficits qualifiés de conjoncturels aujourd'hui soient appelés à se résorber demain. Le partage du déficit entre composante structurelle et composante conjoncturelle devient en effet relativement incertain et les ménages peuvent être fondés à constituer une épargne de précaution pour se prémunir des effets de ce type de déficits décrits initialement comme conjoncturels et qui se sont finalement révélés persistants.

**La seconde raison s'appuie de nouveau sur le calendrier de l'Union économique et monétaire.** Les critères de convergence en matière de

déficit ou de dette publique, prennent en effet la forme de seuils absolus (respectivement 3 et 60 points de PIB), qui ne font pas l'objet de corrections pour tenir compte des positions relatives des économies dans le cycle. Ces critères peuvent imposer une réduction du déficit qui intervient très tôt dans la phase ascendante du cycle. C'est ainsi que le déficit conjoncturel hérité du ralentissement du début des années quatre-vingt-dix doit être résorbé en 1997 pour permettre l'entrée en troisième phase (éventuellement par voie discrétionnaire si la résorption spontanée du déficit liée à la phase d'expansion se révèle insuffisante). En raison de ces contraintes de calendrier, les hausses de prélèvements ou les économies de dépenses anticipées par les agents privés ne sont alors plus seulement liées au fait que le déficit structurel n'est plus reportable sur les générations futures, comme on l'a vu, mais aussi à la nécessité de respecter certaines échéances. Dans un contexte où la stabilisation du déficit est imminente et annoncée, les agents économiques ont donc de bonnes raisons de ne pas s'attarder sur la distinction entre déficit conjoncturel et déficit structurel. Le fonctionnement normal des stabilisateurs peut ainsi se trouver émué par le contexte particulier que crée la transition vers l'UEM.

#### II.4 - Ces conjectures non-keynésiennes peuvent-elles être corroborées empiriquement ?

Même si les résultats obtenus restent encore très fragiles et dépendent fortement de la fin de la période d'estimation, les tests économétriques que nous avons pu effectuer sur données françaises semblent apporter un début de confirmation à la possibilité d'effets non-keynésiens des politiques budgétaires.

Utilisant une démarche traditionnelle, nous avons introduit dans une équation de consommation les soldes budgétaires (mesurés en part de revenu disponible) et leur variation (cf. tableau 4, équation 3).

Estimés sur la période 1971-4 à 1995-2, leurs coefficients sont significativement positifs : une hausse du surplus budgétaire (i.e. une baisse du déficit) affecterait positivement la propension à consommer des ménages. L'ampleur de cet éventuel comportement non-keynésien reste difficile à évaluer : si les données permettent d'accepter l'hypothèse nulle d'une complète équivalence

"ricardienne", elles suggèrent cependant "spontanément" un effet plus faible.<sup>(5)</sup>

**Tableau 4 : contribution des variables de dette et de déficit**  
variable expliquée : dc (taux de croissance de la consommation privée de biens non durables)

	Équation (3)	Équation (4)
dc <sub>-1</sub>	-0.51 (-5.29)	-0.58 (-5.99)
dc <sub>-2</sub>	-0.29 (-3.2)	-0.34 (-3.76)
dr	0.24 (3.45)	0.27 (4.05)
dr <sub>-1</sub>	0.09 (1.38)	0.10 (1.58)
dr <sub>-2</sub>	0.08 (1.34)	0.10 (1.65)
dinfl	-0.31 (-2.71)	-0.31 (-2.85)
(c-r) <sub>-1</sub>	-0.09 (-3.74)	-0.09 (-3.93)
infl <sub>-1</sub>	-0.39 (-3.55)	-0.50 (-4.46)
dgs	0.15 (3.62)	0.14 (3.72)
gs <sub>-1</sub>	0.06 (2.57)	0.04 (1.87)
D <sub>-1</sub>		-0.03 (-2.8)
Constant	-0.0022 (-0.55)	0.013 (1.96)
R <sup>2</sup>	0.5242	0.5652
DW	1.95	2.01
F <sup>(1)</sup>	0.83 (36.47 %)	2.18 (14.33 %)

T de Student entre parenthèses

(1) F est la statistique de Fisher pour le test de la nullité de la somme des coefficients de (c-r)<sub>-1</sub> et gs<sub>-1</sub>.

(5) La théorie néo-ricardienne suggère que :

- les variations de l'impôt et des transferts n'affectent pas la consommation des ménages ;
- les augmentations de la dépense publique en biens et services réduisent cette consommation.

Dans les deux cas l'accroissement du déficit tend à réduire la propension à consommer : une baisse des impôts accroît le revenu disponible des ménages à consommation inchangée, une hausse de la dépenses publique réduit la consommation des ménages à revenu disponible inchangé.

Dans la spécification retenue ici, il y a complète équivalence ricardienne lorsque la consommation ne dépend pas des impôts, c'est-à-dire lorsqu'une baisse de un point du poids des impôts dans le revenu disponible des ménages réduit de 1 % la propension à consommer. Ceci implique qu'une hausse d'un point du poids des dépenses publiques dans le revenu disponible réduit aussi la propension à consommer de 1 %. Ce dernier résultat n'est pas général dans la théorie ricardienne : il dépend de la fonction d'utilité, de la nature permanente ou transitoire du choc.... Il est néanmoins toujours vrai sous l'hypothèse (suffisante mais pas nécessaire) de parfaite substitutabilité entre consommation publique et privée. Dans les équations n° 3 et 4, le coefficient de long terme du surplus budgétaire (en niveau) n'est pas spontanément égal à celui de la propension à consommer.

D'autres variables de finances publiques telles que la dette publique (mesurée en part de PIB) ont été introduites dans la fonction de consommation. Il apparaît alors que la dette aurait un effet négatif et significatif sur la propension à consommer (cf. tableau 4, équation 4). Ce résultat qui peut surprendre n'est pas sans précédent dans la littérature empirique. Il est en particulier présent dans les travaux de Kormendi (1983), pour qui une dette trop élevée peut accroître l'incertitude des ménages, (*via*, par exemple, le risque de défaut qu'elle implique). Dans la mesure où la dette publique ne semble plus perçue comme de la richesse nette, ce résultat peut être considéré comme assez éloigné de ce qu'une approche néo-keynésienne des finances publiques suggérerait. Signalons toutefois que les différentes tentatives effectuées pour introduire des variables de richesse financière n'ont pas davantage contribué à élucider, fût-ce partiellement, le comportement de consommation des ménages.

Enfin, les difficultés liées à la décomposition du solde budgétaire en solde structurel et solde conjoncturel ne nous ont pas permis d'aborder de façon satisfaisante la question de l'impact des déficits conjoncturels sur la consommation. Les différentes tentatives menées ont conduit à rejeter l'hypothèse d'un impact des déficits conjoncturels sur le comportement de consommation des ménages, tout en acceptant cependant celle d'une influence du revenu transitoire. Ce résultat pose problème dans la mesure où la théorie néo-ricardienne prédit que les deux coefficients doivent être nuls. Ces estimations présentent par ailleurs d'autres problèmes. Il apparaît, par exemple, que le coefficient affectant le déficit structurel est deux fois plus élevé que le coefficient de long terme du revenu. Nous sommes ainsi conduits à considérer les résultats de cette régression avec prudence. La question de l'impact des variations conjoncturelles du revenu et des déficits budgétaires nécessite probablement des travaux plus approfondis. En dépit des difficultés rencontrées, cette première tentative de décomposition des effets du déficit apporte toutefois un enseignement utile. L'absence d'effet évident du déficit conjoncturel permet en effet d'écarter le risque que les résultats obtenus soient le produit d'une "causalité inversée" allant d'un affaiblissement de la consommation et de l'activité vers la dégradation du déficit public.

Nos résultats confirment aussi l'intuition selon laquelle le comportement non-keynésien des ménages serait récent. Si on effectue des estimations récursives, en examinant l'évolution des coeffi-

cients après intégration des observations les plus récentes à la période d'estimation, on constate que l'apparition de ces comportements est très précisément datée. Les estimations menées sur des périodes n'allant pas au-delà de 1992 ne font pas apparaître d'effet spécifique des déficits publics sur la consommation, mais suggèrent en revanche un effet positif de la dette (cf. graphiques 3 et 5).

En revanche, lorsque l'on introduit les observations postérieures à 1992, le coefficient du surplus budgétaire augmente rapidement pour atteindre une valeur stable (cf. graphiques 3 et 5). En outre, le coefficient de la dette publique tombe brutalement à zéro pour devenir progressivement négatif (graphique 6). Le comportement non-keynésien qui est ainsi suggéré semble donc fortement lié aux événements survenus depuis 1992. Il est ainsi possible qu'au début de la phase de transition vers l'UEM les ménages aient brusquement pris conscience que la dette publique, d'une ampleur croissante, et les déficits courants devaient être remboursés, et que ceci était susceptible de survenir dans un avenir proche. Cette plus grande sensibilité des ménages aux déficits publics peut s'expliquer par l'apparition en 1992 des seuils de référence de 3 % pour le déficit et de 60 % pour la dette publique qui ont pu ouvrir la crainte d'un alourdissement à brève échéance de la pression fiscale. Il est clair toutefois que cette interprétation des résultats obtenus est hautement spéculative. Seule une coïncidence de calendrier permet d'identifier la phase de transition vers l'UEM comme responsable de cette modification de comportement.

---

### **III - L'effet des stabilisateurs automatiques a-t-il pu être systématiquement contrarié par des effets d'éviction ?**

---

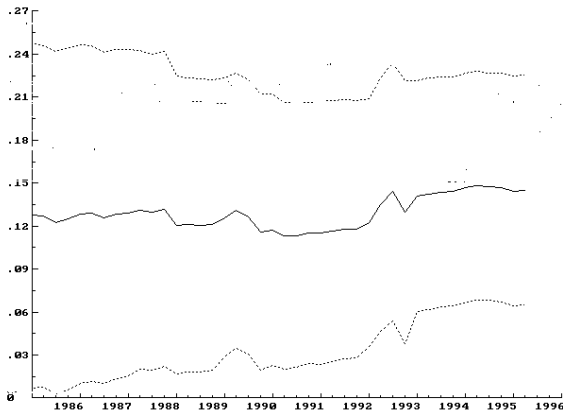
Les sources d'inefficacité de la politique budgétaire ne se résument pas aux éventuels comportements néo-ricardiens des ménages. Elles peuvent également prendre la forme d'effets d'éviction financière, traduisant une mauvaise substituabilité entre actifs financiers<sup>(6)</sup>.

Ce mode de fonctionnement actuel du SME peut donner lieu dans certaines circonstances à des phénomènes relevant de l'éviction financière, les

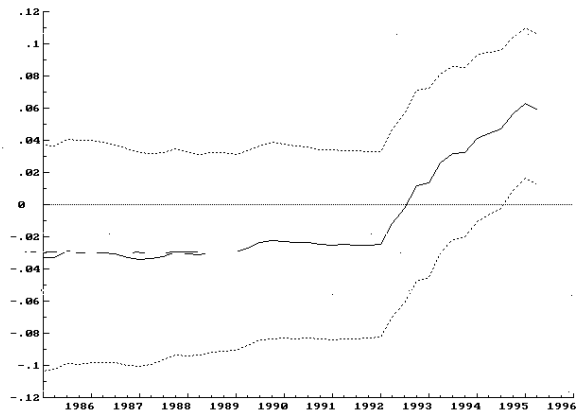
---

(6) Les risques d'éviction réelle, qui apparaissent lorsque l'économie revient au plein emploi, n'étaient pas d'actualité en France au cours de la période 1991-94.

**Graphique 2 : évolution du coefficient de court terme du surplus budgétaire (estimation récursive de l'équation (3))**



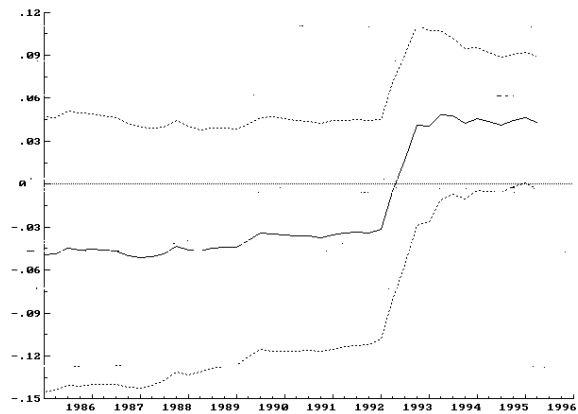
**Graphique 3 : évolution du coefficient de long terme du surplus budgétaire (estimation récursive de l'équation (3))**



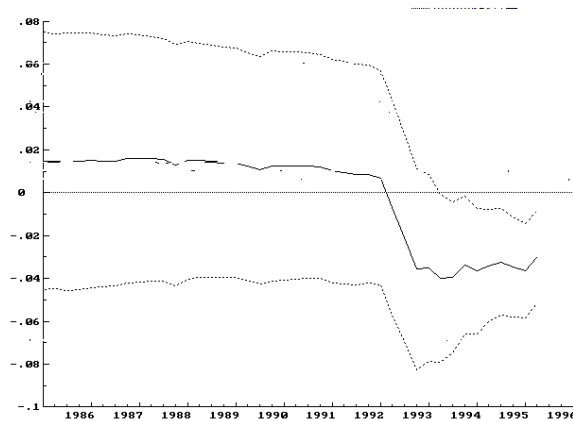
**Graphique 4 : évolution du coefficient de court terme du surplus budgétaire (estimation récursive de l'équation (4))**



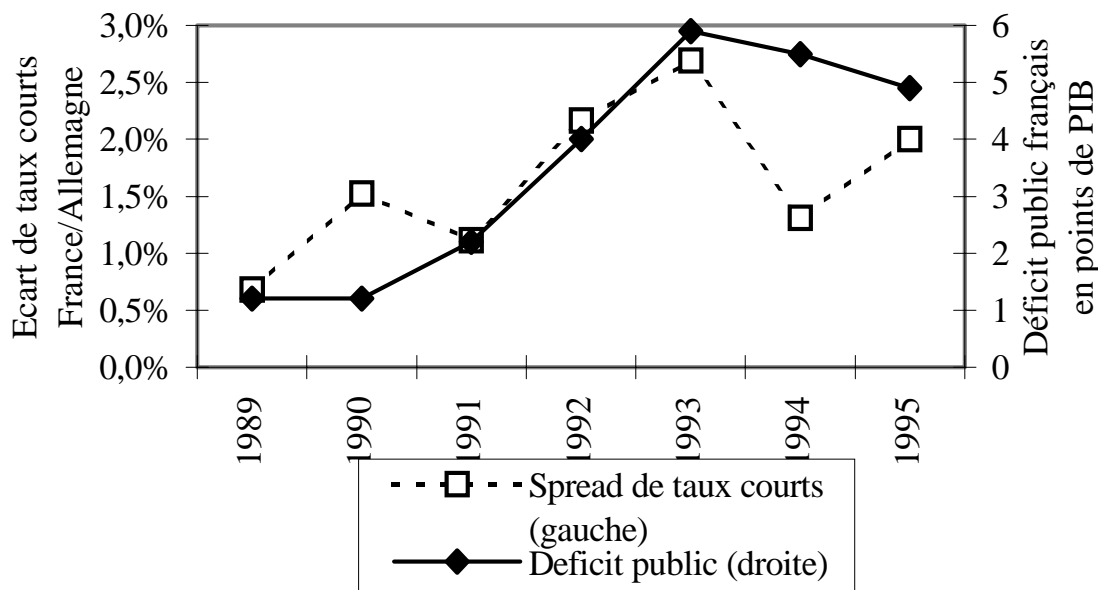
**Graphique 5 : évolution du coefficient de long terme du surplus budgétaire (estimation récursive de l'équation (4))**



**Graphique 6 : évolution du coefficient de la dette publique (estimation récursive de l'équation (4))**



Graphique 7 : prime de risque et déficit public



modalités d'entrée dans l'UEM ayant en effet renforcé le lien existant entre dégradation des déficits publics et tensions sur les taux d'intérêt.

En effet, en cas de dérapage par rapport au critère de déficit public retenu dans le traité de Maastricht (excès de déficit important par rapport à la cible, brièveté éventuelle des délais impartis pour retrouver un meilleur équilibre des finances publiques), les marchés financiers peuvent être tentés de conclure que tel ou tel pays ne sera pas en mesure de participer à l'UEM, ce qui peut compromettre par la même occasion la stabilité de son taux de change et entraîner de fortes pertes en capital pour les détenteurs de titres libellés dans la monnaie du pays considéré. Pour se prémunir contre un tel risque, les intervenants sur les marchés financiers sont amenés à incorporer de fortes primes de risque de change dans les taux d'intérêt.

Le risque de déficit excessif, fut-il d'ampleur modérée, peut donc entraîner des tensions, non seulement sur les taux à long terme, ce qui n'est pas surprenant, mais également sur les taux à court terme, un phénomène inhabituel jusqu'à ces dernières années<sup>(7)</sup>.

L'histoire récente des pays européens a confirmé, par ailleurs, le potentiel de tensions sur les taux

que recèle la période de transition vers l'UEM.

Dans un tel contexte, tout écart à la trajectoire de déficits publics permettant de satisfaire les critères d'entrée dans l'UEM, **qu'il soit d'origine conjoncturelle ou structurelle**, est susceptible d'engendrer des hausses de taux qui pèsent en retour sur la consommation des ménages et l'investissement.

*A contrario*, comme l'ont bien illustré l'annonce et la mise en place du plan de redressement des comptes sociaux français, un effort de rééquilibrage des finances publiques est susceptible de susciter de fortes baisses de taux.

Afin d'illustrer cette relation, on a superposé de manière naïve dans le graphique 7 l'évolution du déficit public en points de PIB et celle du *spread* des taux d'intérêt courts entre la France et l'Allemagne, lequel *spread* est un indicateur de la prime de risque affectant la parité des deux monnaies. Depuis le début des années quatre-vingt-dix, les deux variables ont évolué de concert : la dégradation du déficit public s'est accompagné d'un creusement du *spread*, qui s'interrompt après 1993, lorsque le déficit se stabilise avant de se réduire.

(7) Il convient de souligner que la hausse des taux d'intérêt provient ici d'une prime de risque accrue et non d'une insuffisance d'épargne. Un tel résultat contredirait en effet l'argument développé dans la partie précédente : si l'épargne privée compense les fluctuations de la désépargne publique, les taux d'intérêt sont indépendants des déficits publics.

---

## IV - Les stabilisateurs privés sont-ils émoussés ?

---

Les stabilisateurs automatiques sont traditionnellement assimilés aux liens entre conjoncture et déficit public. Il s'agit là d'une conception assez réductrice. Au cours du cycle, les ajustements spontanés d'agrégats tels que l'épargne ou les composantes du commerce extérieur constituent également des mécanismes stabilisateurs. En phase de ralentissement de l'activité, par exemple, le traditionnel comportement de lissage de la consommation se traduit par une réduction du taux d'épargne qui soutient l'activité.

Dans les développements précédents, les stabilisateurs automatiques se ramenaient donc aux seuls stabilisateurs publics, les "stabilisateurs privés" n'intervenant pas directement dans l'analyse. Dans cette section, on présente une autre interprétation où l'affaiblissement des stabilisateurs automatiques trouve son origine dans la sphère privée, indépendamment de l'évolution des déficits publics.

Afin de rendre compte de l'élévation inhabituelle du taux d'épargne des ménages depuis le début des années quatre-vingt-dix, le débat économique s'est orienté en France dans deux directions. La première privilégie la constitution d'une épargne de précaution liée à la crainte du chômage dans un contexte de flexibilité accrue du marché du travail ou aux difficultés anticipées du financement de l'assurance vieillesse. La seconde met en avant une rupture des comportements financiers des ménages liée au mouvement de dérégulation financière que connaît l'économie française depuis le milieu des années quatre-vingt. Ce mouvement aurait notamment entraîné une plus forte sensibilité des ménages aux taux d'intérêt de court terme.

### IV.1 - Un motif de précaution

Depuis le début de la décennie, l'évolution de la consommation des ménages n'est plus conforme à ses déterminants usuels, pouvoir d'achat du revenu et inflation. Comme l'indique le tableau 3, le taux d'épargne n'a cessé d'augmenter depuis 1989. Il aurait dû baisser si l'épargne avait joué son rôle de lissage de la consommation et avait été sensible à l'effet d'encaisses réelles, puisque le pouvoir d'achat du revenu a ralenti continûment et que l'inflation se réduit chaque année depuis 1991. Les équations de consommation traditionnelles, qui rendaient bien compte de l'évolution des taux d'épargne jusqu'à la fin des

années quatre-vingt, ont ainsi systématiquement surestimé la consommation depuis le début de la décennie. En 1994, cette dernière est inférieure d'environ 5 % à son niveau simulé par une équation « classique ».

Afin d'expliquer cet excès d'épargne, faire appel à un motif de précaution suppose en toute rigueur de rendre compte d'une plus grande incertitude dans l'évolution future des revenus des agents.

Quelles sont, dans le cas de la France, les sources éventuelles d'une telle incertitude ? Dans les différentes études qui ont été menées en France sur le sujet, ces sources sont essentiellement de deux ordres. Il s'agit d'une part de la plus grande variabilité des taux de chômage depuis le milieu des années quatre-vingt, dans un contexte de flexibilité accrue du marché du travail, et d'autre part de l'incertitude pesant sur l'avenir des régimes de retraite.

Le problème de la solvabilité des régimes de retraite français est probablement un bon candidat à l'explication des comportements d'épargne par un effet de précaution. Il est vrai que le dossier occupe une place importante dans le débat public en France depuis le début de la décennie. Mais le fond du problème est d'origine démographique et lié à l'arrivée à l'âge de la retraite des générations issues du *baby boom* de l'après-guerre. Il ne se posera donc de façon patente qu'à l'horizon 2005. De plus, des réformes structurelles ont d'ores et déjà été effectuées depuis 1993, allant dans le sens d'une plus grande solidité financière à long terme du système.

Les inquiétudes relatives à l'avenir des pensions devraient donc susciter une modification très graduelle du comportement d'épargne. L'inquiétude à l'égard des retraites se manifesterait plus directement si l'on supposait en outre qu'une certaine confusion s'est opérée dans l'esprit des cotisants entre la dimension conjoncturelle du déséquilibre des régimes de retraites, liée à la récession, et sa dimension structurelle. Enfin, ces inquiétudes quant à l'avenir des régimes de retraite s'avèrent difficilement quantifiables et n'ont pour cette raison fait l'objet d'aucune validation empirique.

L'évolution du marché du travail apparaît comme un autre candidat solide. Jusqu'au milieu des années quatre-vingt, l'augmentation tendancielle du chômage était très régulière en France, avec de faibles écarts autour de cette tendance. Depuis, l'évolution du taux de chômage fait l'objet de fluctuations conjoncturelles plus marquées, autour d'une tendance très faiblement orientée à la

hausse. Cette évolution traduit peut-être une plus grande flexibilité du marché du travail français et une plus grande sensibilité de l'emploi aux inflexions conjoncturelles. Dans une période de récession où le taux de chômage croît rapidement, il en résulte une inquiétude accrue, à niveau de chômage donné, sur l'évolution du revenu des ménages puisque la probabilité de perdre son emploi devient plus forte. Ceci pourrait justifier une plus grande sensibilité de la consommation aux fluctuations du taux de chômage.

#### IV.2 - Les effets des chocs de taux réels

L'effet des taux d'intérêt réel est traditionnellement difficile à mettre en évidence dans les équations de consommation estimées sur données françaises. Il est vrai que la déréglementation financière qui intervient depuis le milieu des années quatre-vingt est relativement récente et que le recul est peut-être insuffisant pour que l'effet en soit perceptible lorsque l'on réalise des estimations sur longue période. Pourtant, le mouvement de déréglementation a clairement joué dans le sens d'une plus grande sensibilité de l'arbitrage consommation / épargne aux variables financières, essentiellement les taux d'intérêt et le volume du crédit. Elle se traduit en effet par de

multiples innovations financières portant sur de nouveaux produits ou de nouveaux marchés qui vont globalement dans le sens de la création d'un vaste marché de capitaux accessible à des catégories toujours plus nombreuses d'agents. Les choix de financement et de placement des ménages deviennent ainsi plus sensibles aux conditions de marché, en particulier aux taux d'intérêt à court terme du fait du développement des OPCVM. D'autre part, la fin de l'encadrement du crédit depuis 1985 implique davantage de concurrence entre intermédiaires financiers, en particulier sur les segments initialement très réglementés, tels les placements à court terme, les crédits à la consommation ou les prêts immobiliers, dont l'expansion a été très forte dans la deuxième moitié des années quatre-vingt.

#### IV.3 - Ces approches plus traditionnelles permettent-elles de rendre compte empiriquement de l'évolution du taux d'épargne ?

Les résultats obtenus à partir d'estimations économétriques suggèrent que les variations du taux de chômage tout comme le niveau des taux d'intérêt permettent de rendre compte des variations de la consommation des ménages (cf. tableau 5).

**Tableau 5 : contribution du chômage et du taux d'intérêt variable expliquée : dc (taux de croissance de la consommation privée de biens non durables)**

	Équation (5)	Équation (6)	Équation (7)
dc <sub>-1</sub>	-0.49 (-4.93)	-0.53 (-5.17)	-0.55 (-5.4)
dc <sub>-2</sub>	-0.28 (-2.91)	-0.28 (-2.93)	-0.32 (-3.29)
dr	0.16 (2.57)	0.18 (2.93)	0.17 (2.64)
dr <sub>-1</sub>	0.10 (1.42)	0.13 (1.88)	0.11 (1.67)
dr <sub>-2</sub>	0.08 (1.25)	0.12 (1.84)	0.11 (1.73)
dinfl	-0.30 (-2.58)	-0.30 (-2.64)	-0.30 (-2.69)
(c-r) <sub>-1</sub>	-0.11 (-4.42)	-0.07 (-2.77)	-0.09 (-3.19)
infl <sub>-1</sub>	-0.35 (-3.34)	-0.42 (-3.85)	-0.41 (-3.83)
du	-0.65 (-2.4)		-0.55 (-2.06)
(p862*i) <sub>-1</sub>		-0.08 (-2.48)	-0.06 (-2.15)
Constant	-0.0088 (-2.29)	0.0013 (0.24)	-0.0007 (-0.13)
R <sup>2</sup>	0.4584	0.4606	0.4865
DW	1.87	1.9	1.89

T de Student entre parenthèses



En effet, depuis 1986, celle-ci semble réagir significativement aux taux d'intérêt à court terme. L'effet est relativement fort. Une baisse de 100 points de base du taux d'intérêt se traduirait à long terme par une augmentation de la propension à consommer allant de 0,6 % à 1 % suivant les spécifications. De même, une baisse de 1 point du taux de chômage permettrait un accroissement transitoire de la consommation de l'ordre de 0,6%. On peut souligner par ailleurs que "l'explication" par les taux d'intérêt et les variations du taux de chômage semblent complémentaires, les deux variables coexistants harmonieusement au sein d'une même équation.

#### IV.4 - Synthèse

Le pouvoir explicatif de ces variables reste cependant à confronter avec celui des déficits

publics dans le cadre d'une équation complète. Lorsque l'on procède à cet exercice, il apparaît que l'introduction des déficits publics affecte de manière très différente le coefficient du taux d'intérêt réel et celui des variations du chômage.

Si l'introduction du solde budgétaire n'affecte pas le rôle des taux d'intérêt (cf. tableau 6, équation 10), elle rend en revanche non significative la variable de chômage (cf. tableau 6, équation 8). Cette disparition de "l'effet du chômage" s'explique sans doute par la forte corrélation entre la situation de l'emploi et le solde budgétaire. Il apparaît donc relativement difficile de distinguer au sein de la famille des motifs de précaution ce qui relève de la crainte du chômage et ce qui relève des hausses de prélèvement futures.

**Tableau 6 : synthèse**

**variable expliquée : dc (taux de croissance de la consommation privée des biens non durables)**

	Équation (8)	Équation (9)	Équation (10)	Équation (11)	Équation (12)
dc <sub>-1</sub>	-0.52 (-5.31)	-0.51 (-5.34)	-0.58 (-5.93)	-0.57 (-5.97)	-0.64 (-6.71)
dc <sub>-2</sub>	-0.30 (-3.25)	-0.30 (-3.31)	-0.34 (-3.75)	-0.34 (-3.81)	-0.41 (-4.58)
dr	0.22 (3.04)	0.27 (3.65)	0.22 (3.32)	0.26 (3.67)	0.25 (3.59)
dr <sub>-1</sub>	0.09 (1.32)	0.09 (1.36)	0.10 (1.63)	0.10 (1.64)	0.07 (1.24)
dr <sub>-2</sub>	0.08 (1.32)	0.08 (1.38)	0.11 (1.89)	0.11 (1.95)	0.09 (1.59)
dinfl	-0.31 (-2.73)	-0.35 (-3.1)	-0.32 (-2.94)	-0.36 (-3.33)	-0.32 (-3.03)
(c-r) <sub>-1</sub>	-0.09 (-3.77)	-0.17 (-4.23)	-0.07 (-2.65)	-0.15 (-3.63)	-0.14 (-3.44)
infl <sub>-1</sub>	-0.39 (-3.56)	-0.47 (-4.22)	-0.46 (-4.19)	-0.54 (-4.84)	-0.56 (-5.17)
post-1992					-0.007 (-2.82)
dgs	0.13 (2.82)	0.16 (3.43)	0.13 (3.41)	0.16 (3.45)	0.09 (1.7)
gs <sub>-1</sub>	0.06 (2.42)	0.11 (3.46)	0.06 (2.82)	0.12 (3.73)	0.02 (0.51)
du	-0.20 (-0.66)	-0.13 (-0.46)		-0.04 (-0.13)	-0.24 (-0.87)
(p862*i) <sub>-1</sub>			-0.07 (-2.48)	-0.07 (-2.49)	-0.03 (-0.93)
tr <sub>-1</sub>		0.10 (2.41)		0.110 (2.49)	0.04 (0.88)
Constant	-0.0028 (-0.69)	-0.049 (-2.5)	0.0065 (1.25)	-0.041 (-2.09)	-0.02 (-0.98)
R <sup>2</sup>	0.5267	0.558	0.5572	0.5893	0.6265
DW	1.93	1.90	1.96	1.94	2.08
F <sup>(1)</sup>	1.14 (28.9 %)	2.87 (9.42 %)	0.005 (94.5 %)	0.63 (43.05 %)	6.16 (1.51 %)

T de Student entre parenthèses

<sup>(1)</sup> F est la statistique de Fisher pour le test de la nullité de la somme des coefficients de (c-r) -<sub>1</sub> et gs -<sub>1</sub>.

Une autre variable potentiellement utile pour expliquer la consommation est la part du revenu disponible des ménages provenant des transferts. En effet, ces transferts sont souvent destinés à des ménages moins aisés que la moyenne, dont la propension à consommer est relativement forte et pouvant être contraints sur leurs liquidités. On compte capter ainsi l'existence de contraintes de liquidités ou un effet de structure, qui peuvent aussi être obtenus en introduisant le taux de chômage en niveau (les deux variables sont presque parfaitement corrélées en raison de la forte progression des indemnités de chômage). Contrairement au comportement d'épargne de précaution, un surcroît de chômage fait alors croître la consommation. L'introduction de cette variable ne modifie pas les analyses précédentes (cf. tableau 6, équations 9 et 11).

L'ensemble des tests empiriques qui viennent d'être évoqués ont pour point commun l'introduction de nouvelles variables explicatives (taux d'intérêt réels, déficits publics, variation du chômage, etc.) destinées à rendre compte de la rupture du comportement de consommation observée à partir de 1992. Certaines d'entre elles apparaissent à l'issue de ces travaux comme des "candidats" relativement sérieux pour expliquer l'évolution paradoxale du comportement des ménages au cours des années récentes. Comme on pouvait s'y attendre, elles n'exercent d'effet vraiment significatif que si l'on prend en compte les toutes dernières années de la période d'estimation. Les résultats en sont rendus très fragiles. Pour s'en convaincre, il suffit d'observer qu'aucune des variables additionnelles n'exerce d'effet significatif dès lors qu'est introduite une indicatrice pour la période postérieure à 1992 (cf. tableau 6 équation 12).

---

## **V - Conclusion : un affaiblissement de transition ?**

---

Dans un article récent, R. Barro <sup>(8)</sup>, prenant acte des difficultés rencontrées par les analyses économétriques et statistiques pour corroborer ou infirmer les théories néo-ricardiennes, plaçait tous

ses espoirs dans l'étude "d'expériences naturelles", tels que l'évolution récente des taux d'épargne américain et canadien et le programme de stabilisation israélien.

Plus modestement, cet article a tenté d'explorer quelques pistes susceptibles de mieux expliquer une autre "expérience naturelle", celle de l'économie française au début des années quatre-vingt-dix. Il s'agissait de mieux comprendre pourquoi la forte dégradation des déficits publics français observée au début des années quatre-vingt-dix s'est accompagnée d'une forte remontée de l'épargne privée, d'une croissance relativement faible et d'une consolidation de la balance courante.

Comme souvent dans ce type d'exercice, "l'expérience naturelle" se révèle à la fois spectaculaire et très complexe. Elle a été influencée par des chocs importants de nature très diverse (unification allemande, chocs de taux d'intérêt, transition vers l'UEM, cycle économique européen relativement accusé, etc.).

A la suite de ces chocs et de ces événements, certains comportements économiques se sont brutalement modifiés. Il est encore très difficile, faute de séries suffisamment longues, de mobiliser l'économétrie pour rendre compte de ces développements. A l'issue de cet examen, il serait donc imprudent d'aller au-delà de simples conjectures.

On peut simplement avancer que les réactions induites par les politiques budgétaires, qu'elles passent par d'éventuels comportements non-keynésiens ou une plus forte sensibilité des taux d'intérêt réels aux déficits publics, ont pu contribuer à réduire de manière très sensible son efficacité.

De manière plus spéculative, on ne peut exclure que la transition vers l'UEM ait contribué à accroître fortement la réactivité des taux d'intérêt aux déficits publics et la sensibilité des ménages au risque de taxation future. Une fois l'intégration économique et monétaire réalisée, il ne serait alors pas surprenant que la politique budgétaire retrouve une plus grande efficacité, fût-ce à l'intérieur de marges de manoeuvre en apparence moins larges qu'aujourd'hui.

---

(8) cf. Barro, 1991.

---

## Annexe : les données

---

Toutes les équations sont estimées sur la période 1971:4 - 1995:2 sur la base des données des comptes trimestriels de l'Insee. Les variables et les opérateurs utilisés dans ce travail sont les suivants :

d :	opérateur différence première
c :	taux de croissance de la consommation privée de biens non durables
infl :	taux de croissance de l'indice des prix à la consommation
post-1992 :	variable indicatrice de la période 1992:1 - 1995:2
gs :	surplus budgétaire en part de revenu disponible
D :	dette publique en part de PIB, en début de période (les données d'origine sont de fréquence annuelle et extraite du TOF (Insee))
u :	taux de chômage
p862 :	variable indicatrice de la période 1986:2 - 1995:2
i :	taux d'intérêt réel à court terme
tr :	dépenses de transfert en part de revenu disponible des ménages

---

## Bibliographie

---

- Barrel R., Sefton J., Veld J.** 1995. « Fiscal Policy and the Maastricht Solvency Criteria ». NIESR, mimeo.
- Barro R.J.** 1974. « Are Government Bonds Net Wealth ? », *Journal of Political Economy*, nov-dec, p. 1095-1117.
- Barro R.J.** 1991. « The Ricardian Model of Budget Deficits » in *Debt and the Twin Deficits Debate*, J. Rock editor - Bristlecome and Mayfield.
- Bertola G., Drazen A.** 1991. « Why Are Stabilisations Delayed ? » *American Economic Review*, 81, p. 1170-1188
- Bohn H.** 1991. « The Sustainability of Budget Deficits with Lump-Sum and with Income-Based Taxation », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 23, n° 3, p. 580-604.
- Bonnet X., Dubois E.** 1995 "Peut-on comprendre la hausse imprévue du taux d'épargne des ménages depuis 1990 ?", *Economie et Prévision* n° 121, p. 39-58
- Dalamagas B.A.** 1993. « Fiscal Effectiveness and Debt Illusion in a Rational Expectations Model », *Annales d'économie et de statistiques*, n° 31, p. 129-146.
- Darby M.R., Gilligham R., Greenlees J.S.** 1991. « The Impact of Government Deficits on Personal and National Saving Rates », *Contemporary Policy Issues*, vol IX., p. 39-56.
- Drazen A., Masson P.** 1994. « Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers ». *The Quarterly Journal of Economics*, August, p. 735-754.
- Giavazzi F., Pagano M.** 1990. « Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary ? Tales of Two Small European Countries », in Olivier Blanchard and Stanley Fisher (eds, NBER Macroeconomic Annual 1990, Cambridge, MA, MIT Press.
- Kormendi R.** 1983. « Government Debt, Government Spending and Private Sector Behaviour ». *American Economic Review*, vol 73, p. 994-1010.
- Perspectives économiques**, vol. 56, OCDE, 1995.
- Seater J.** 1993. « Ricardian Equivalence », *Journal of Economic Literature*, vol XXXI (mars), p. 142-190.
- Sutherland A.** 1995. « Fiscal Crises and Aggregate Demand : Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policies ? », CEPR, n° 1246.