

## Resserment budgétaire en Europe : quels effets ?

Les ajustements budgétaires ont **généralement** un effet négatif sur l'activité, mais ils mettent en jeu de nombreux mécanismes, antagonistes.

Selon les mécanismes keynésiens « traditionnels », les ajustements budgétaires peuvent faire reculer sensiblement l'activité...

*Une contraction de la demande...*

À court terme, selon les mécanismes keynésiens, les mesures de consolidation budgétaire freinent la demande globale. Ainsi, une réduction de la consommation ou de l'investissement publics pèse *mécaniquement* sur le PIB. Une réduction des prestations sociales, tout comme une augmentation des impôts ou des cotisations sociales des salariés, entraîne une diminution du revenu disponible des ménages et, en général, de leur consommation. Enfin, une réduction des subventions aux entreprises, ou un renforcement de leur fiscalité, peut affecter la rentabilité des entreprises, qui réduisent alors leurs investissements ou augmentent leurs prix. Dans tous ces cas, le PIB diminue à un horizon de court terme, toutes choses égales par ailleurs.

*... amplifiée par les effets multiplicateurs...*

La baisse de la demande adressée aux entreprises affecte leur niveau de production, et implique une réduction de l'investissement et de l'emploi. Ceci entraîne une diminution des revenus des ménages et alimente un nouveau recul de la demande adressée aux entreprises, et ainsi de suite : il s'agit du mécanisme de *multiplicateur keynésien*. Son ampleur dépend notablement du levier utilisé pour réduire le déficit. En particulier, l'effet multiplicateur est en général élevé à court terme dans le cas d'une réduction de la consommation publique ou de l'investissement public. Il est un peu plus faible pour les mesures d'ajustement budgétaire qui affectent le revenu des ménages ou encore celles qui pèsent sur les entreprises, car les effets multiplicateurs mettent alors plus de temps à se manifester. À plus long terme cependant, ces mesures ne sont pas équivalentes : les mesures de réduction directe des dépenses courantes auraient peu d'impact sur l'activité, alors que des hausses de fiscalité peuvent par exemple avoir un impact sur l'offre de travail ou le stock de capital, et réduire le potentiel de production (*cf. infra*).

*... mais amortie par la baisse des taux d'intérêt et la dépréciation du taux de change.*

La baisse de l'activité conduit à une baisse des taux d'intérêt qui s'interprète de deux façons. Elle correspond d'une part à une réduction de la demande de fonds prêtables sur les marchés financiers, puisque le besoin de financement des administrations publiques diminue. D'autre part, elle peut être directement mise en œuvre par la banque centrale si celle-ci lutte contre le recul de l'activité en diminuant ses taux. Un « accompagnement » monétaire des politiques de consolidation budgétaire est donc possible et peut permettre d'atténuer leurs effets négatifs sur l'activité (*éviction par les taux d'intérêt*). Par ailleurs, les plans d'ajustement sont généralement accompagnés d'une dépréciation du taux de change qui soutient l'activité domestique en augmentant les exportations (*éviction extérieure*).

Dans une union monétaire comme la zone euro, où la politique monétaire est conduite au niveau de l'ensemble de la zone, cette réaction de la politique monétaire sera plus importante lorsque les ajustements budgétaires sont conduits de façon coordonnée. En revanche, lorsqu'un plan de consolidation est mené isolément dans un pays, la réaction de politique monétaire et ses effets favorables sur l'activité sont amortis.

*Des effets fonction du contexte*

Dans le contexte actuel, ces mécanismes amortisseurs pourraient jouer moins fortement. Ils pourraient être contrariés par la faiblesse des taux nominaux actuels : il est en effet difficile d'envisager une politique monétaire beaucoup plus accommodante que celle mise en place depuis le début de la crise financière. En outre, la fixité des taux de change en zone euro, de même que la simultanéité des

plans de consolidation dans de nombreux pays de l'OCDE, risquent de limiter les effets favorables de la dépréciation des taux de change. Les mécanismes « traditionnels » laissent donc penser que l'impact conjugué des plans de consolidation budgétaire dans l'OCDE ou en Europe freinera la croissance des économies avancées en 2011. Cependant, d'autres mécanismes économiques, fondés sur les anticipations des agents, ne pénalisent pas forcément l'activité, et peuvent aboutir au contraire à des effets plutôt expansionnistes des consolidations budgétaires.

### ...mais certains effets économiques, fondés sur les anticipations des agents, sont plus favorables.

*Des effets « non keynésiens » peuvent se manifester*

Les effets « non keynésiens » ou même « anti-keynésiens », qui peuvent être observés lors de certains épisodes de consolidation budgétaire, portent majoritairement sur la consommation et l'offre de travail (Alesina et Perotti, 1996). Ces différents effets sont d'ampleur variable selon la nature de la consolidation.

*De façon « ricardienne », les ménages peuvent réduire leur taux d'épargne*

Il s'agit notamment d'effets liés aux anticipations de baisses d'impôts à venir, dits *effets ricardiens*. Ainsi, face à un effort d'ajustement budgétaire jugé crédible, les ménages anticiperaient une baisse des impôts à venir : ceci leur permettrait de réduire leur épargne dès aujourd'hui, et viendrait soutenir la croissance. Ces anticipations seraient confortées lorsque l'ajustement budgétaire porte sur une réduction des dépenses pouvant être durable et signalant une détermination politique forte<sup>(5)</sup>. Symétriquement, une situation dégradée des finances publiques peut inciter les ménages à constituer une épargne de précaution, en prévision de futurs ajustements budgétaires. La mise en œuvre d'une stratégie de consolidation budgétaire pourrait donc libérer des marges en matière d'épargne, et réduire ce volant excessif d'épargne de précaution.

Ces effets ricardiens sont dits complets lorsque les effets de la consolidation sont totalement compensés par une baisse de l'épargne privée, laissant inchangé le niveau d'activité. Les études économétriques montrent en général que ces effets sont partiels, mais peuvent être significatifs<sup>(6)</sup>. Une étude récente de Röhn (2010) évalue la baisse d'épargne privée à 40 % en moyenne du montant de la consolidation budgétaire publique.

*Des effets d'offre*

La réduction du poids des dépenses publiques dans l'économie peut également avoir des effets expansionnistes si les agents anticipent que la réduction des impôts réduira les distorsions économiques et donc accroîtra la productivité et, *in fine*, le revenu national (Romer, 2006, p.579 et FMI 2010). La stabilisation dans le temps des taux de taxation est également susceptible de minimiser le coût des distorsions économiques.

La composition du plan d'assainissement est enfin importante. Lorsque l'ajustement budgétaire est réalisé par une diminution de la masse salariale publique, ceci a pour conséquence de rediriger l'offre de travail vers le secteur privé, de diminuer les coûts salariaux et donc d'améliorer la compétitivité des entreprises. À

(5) Pour Alesina et Perotti (1996) par exemple, les ajustements budgétaires réalisés par des coupes sur les transferts sociaux et les salaires de la fonction publique, sont plus crédibles que ceux qui reposent sur des coupes dans les dépenses d'investissement car les premières sont souvent jugées plus durables que les secondes.

(6) Les effets *ricardiens* ne seraient pas complets compte tenu, notamment, de l'existence de contraintes de liquidité subies par les ménages (Romer 2006) : certains ménages, qui anticipent une hausse de revenu et aimeraient emprunter pour lisser leur consommation, n'y parviennent pas faute de pouvoir apporter aux banques l'assurance de leur capacité future de remboursement. Selon certains auteurs, les effets *ricardiens* lors d'une consolidation seraient renforcés lorsque la dette publique est élevée, car elle éloigne la possibilité d'une crise (Heylen Everaert, 2000).

l'inverse, une hausse des taxes sur le travail peut conduire à une baisse de l'offre de travail ; selon le mode de formation des salaires, elle peut entraîner une hausse du coût unitaire du travail et peser sur la compétitivité (Alesina et Perotti 1996). Lorsqu'on s'intéresse aux effets d'offre à moyen terme, les ajustements budgétaires assis sur des réductions de dépenses publiques sont habituellement considérés comme plus efficaces que ceux obtenus par des hausses d'impôts (FMI 2010).

### Les effets des ajustements budgétaires dépendent aussi de la situation des finances publiques

*La situation initiale des finances publiques compte*

Les effets traditionnels, keynésiens ou anti-keynésiens, des ajustements budgétaires ont été revisités depuis le début de la crise économique. La plupart des pays de l'OCDE sont en effet sortis de la récession avec des finances publiques dégradées, et un endettement public historiquement très élevé. Pour la zone euro dans son ensemble, le contexte dans lequel est déployé le processus de consolidation budgétaire est donc relativement inédit. Dans ces conditions, l'efficacité d'une stratégie de consolidation budgétaire n'est pas indépendante du contexte dans lequel elle est mise en œuvre : la situation de départ des finances publiques, et les déséquilibres qui se manifestent, doivent être pris en compte.

*Quel scénario alternatif ? Une situation dégradée des finances publiques peut avoir un coût en termes de croissance...*

Ceci met en évidence une question très importante : celle d'un scénario « alternatif », en l'absence de consolidation budgétaire. Dans le contexte actuel, ce scénario n'est pas forcément indolore en termes de croissance. Les déséquilibres de finances publiques peuvent peser sur la croissance par le biais de la hausse des primes de risque sur les emprunts souverains.

*... par la hausse des primes de risque sur les emprunts souverains...*

La vision traditionnelle, selon laquelle l'emprunt souverain des pays industrialisés est un actif sans risque, s'est en effet modifiée au sortir de la récession. Lorsque les finances publiques d'un État sont dégradées, sa dette publique peut être perçue comme non soutenable ; dans ce cas, le financement de cette dette publique peut s'effectuer avec une prime de risque significative sur les nouvelles émissions obligataires. La hausse des taux des titres publics renchérit les charges de la dette et alourdit encore le déficit. Dans les situations les plus critiques, elle peut même contraindre l'État à faire défaut sur sa dette par *effet boule de neige*<sup>(7)</sup>. Une transmission de la crise au secteur privé est alors possible.

*... et plus généralement, par la perte de marges de manœuvre dans la gestion du cycle, ou par l'éviction de l'investissement privé.*

De façon plus générale, des indices empiriques montrent qu'une dette publique élevée peut avoir des coûts en termes de croissance : Reinhart et Rogoff (2010) indiquent par exemple que sur longue période, un niveau de dette supérieur à 90 points de PIB est généralement associé à une croissance sensiblement plus faible dans les pays développés. Outre la hausse des primes de risque, certains facteurs peuvent expliquer ce phénomène : d'une part, un niveau élevé de dépenses publiques peut évincer l'investissement privé, en canalisant l'offre de fonds prêtables au détriment du secteur privé ; d'autre part, les marges de manœuvre budgétaire peuvent s'amoinrir, et la fonction de stabilisation de l'économie devenir moins efficace : ceci peut engendrer des pertes irréversibles dans les périodes de faible activité prolongée, qui affaiblissent le potentiel de croissance (Champsaur et Cotis, 2010).

*Une stratégie de consolidation efficace peut donc diminuer la prime de risque souverain...*

À partir de quel seuil la dette publique commence-t-elle à être jugée comme non soutenable ? En pratique, ce seuil est assez imprécis, même si des indicateurs de

(7) C'est ce scénario que les mécanismes d'aide aux pays en difficulté, mis en place en Europe dans le courant de l'année 2010, cherchent à prévenir.

### Encadré 1 : Comment appréhender la notion de soutenabilité des finances publiques ?

La *solvabilité* désigne la capacité d'un État à faire face à ses engagements vis-à-vis de ses créanciers. En général, les États souverains sont solvables, car ils possèdent la faculté de lever des impôts : cette capacité à lever l'impôt constitue en quelque sorte un actif financier implicite, en collatéral de la dette levée sur les marchés. En pratique cependant, dans certaines circonstances, des crises de solvabilité peuvent se produire : il existe ainsi dans l'histoire économique des exemples de défauts, totaux ou partiels, d'États souverains. Une *crise de solvabilité* se manifeste en général également par une *crise de liquidité* : à savoir des difficultés, voire une impossibilité pour un État de se financer à des taux d'intérêt non prohibitifs.

La *soutenabilité* des finances publiques est un concept un peu plus large : elle désigne la capacité d'un État à être solvable à tout instant dans le futur, à un horizon plus ou moins lointain. À ce titre, elle intègre une dimension prospective et normative. Il n'existe pas de mesure unique de la soutenabilité des finances publiques, mais des indicateurs permettent de cerner cette notion.

La plupart des indicateurs de soutenabilité partent de la dynamique de la dette, et de l'équation d'accumulation de la dette publique. La variation du ratio de la dette publique au PIB s'écrit ainsi :

$$\Delta d_t = \frac{i_t - \gamma_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1} - p_t \quad (1)$$

où

- $d_t$  est la dette (nette) en points de PIB et  $\Delta d_t = d_t - d_{t-1}$
- $p_t$  est le solde primaire en points de PIB, c'est-à-dire le déficit public hors charge d'intérêts de la dette
- $\gamma_t$  est la croissance du PIB en valeur
- $i_t$  est le taux d'intérêt nominal moyen sur la dette.

On note également

$$p_t^* = \frac{i_t - \gamma_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1}$$

le solde primaire stabilisant, qui permet de stabiliser le ratio de la dette publique. Il dépend du niveau du ratio de dette, et de l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance : ainsi lorsque le taux d'intérêt est supérieur à la croissance économique (ce qui est en général le cas sur longue période), il est nécessaire de dégager un excédent primaire pour stabiliser le ratio de dette, excédent d'autant plus important que ce ratio de dette est élevé.

En pratique, l'écart courant entre le solde primaire et le solde primaire stabilisant, qui donne un signal sur la dynamique de la

dette publique, constitue le premier indicateur de soutenabilité des finances publiques.

Il s'agit cependant d'un indicateur instantané, qui ne prend pas en compte d'éléments prospectifs sur les finances publiques. Ceci peut constituer une limite, notamment en Europe où le vieillissement démographique va engendrer une hausse des dépenses sociales dans les années à venir. La Commission Européenne a ainsi développé d'autres indicateurs de soutenabilité, pour prendre en compte les facteurs démographiques (Commission Européenne, 2009).

Même s'il est relativement fruste, l'écart au solde stabilisant permet d'illustrer le coût à retarder l'ajustement des finances publiques : plus le ratio de dette s'accroît, plus il faut dégager d'excédents primaires pour le stabiliser ou permettre d'amorcer sa décade. Avec en particulier des hausses plus importantes de prélèvements ou des réductions plus drastiques de la dépense publique.

Koutsogeorgopoulou et Turner (2007) illustrent également les coûts à retarder un assainissement budgétaire. Reporter les efforts de consolidation augmente, toutes choses égales par ailleurs, la dette publique, ce qui augmente la prime de risque souverain (*spread*). Si l'on inclut une telle prime de risque dans l'équation (1), de sorte que le taux d'intérêt servi sur la dette soit de la forme  $i_t = i_{0t} + s_t$ , où le *spread*  $s_t$  croît avec le niveau de dette publique, alors le solde primaire stabilisant devient :

$$p_t^* = \frac{s_t + i_{0t} - \gamma_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1}$$

et croît non linéairement avec la dette.

Ce surcoût est appelé « poids mort de la dette » : dans cette situation, stabiliser simplement le ratio de la dette publique au PIB implique un effort sur la balance primaire croissant fortement avec le niveau de la dette. Cette situation est encore plus difficile à renverser si l'on cherche non pas simplement à stabiliser la dette en points de PIB, mais de plus à revenir à un niveau de dette donné, comme par exemple la cible de 60 % figurant dans les traités européens.

Les résultats empiriques obtenus dans ce dossier (cf. *infra*) montrent qu'un point de dette supplémentaire au-delà de 100 points de PIB peut entraîner une augmentation du *spread* d'environ 8 points de base. Si l'on prend pour exemple l'Italie, une telle augmentation du *spread* impliquerait un accroissement du service de la dette et donc du « poids mort » d'environ 2 %. Le service de la dette représenté à l'heure actuelle un dixième du montant total des recettes publiques, si bien que pour compenser ce poids, une hausse proche de 0,2 % des recettes publiques serait nécessaire pour rétablir le solde budgétaire. ■

soutenabilité existent (cf. encadré 1). Des tensions sur la dette souveraine se sont ainsi manifestées dans certains États-membres de la zone euro au cours de l'année 2010. Dans un contexte de déséquilibre de finances publiques, les ajustements budgétaires peuvent donc permettre une détente des primes de risque. Ainsi, ils font baisser les taux d'intérêt à la fois par le recul de la demande de fonds prêtables, et par la réduction de la prime de risque souverain. Leurs effets négatifs sur l'activité peuvent donc être atténués.

..., réduire également l'incertitude...

Par ailleurs, l'augmentation des primes de risque sur les titres souverains accroît l'incertitude sur les marchés financiers en général, et pourrait être à l'origine d'une augmentation des primes de risque payées par les investisseurs privés (Cottarelli et al., 2010). Elle pourrait également avoir des répercussions sur le comportement des ménages et des entreprises, dans la mesure où elle incite à l'épargne de précaution (Romer, 2006, p.579). De même, l'incertitude sur la composition de l'ajustement budgétaire anticipé peut induire une épargne de précaution supplémentaire. Un assainissement des finances publiques pourrait donc permettre de réduire l'incertitude, de restaurer la « confiance » des ménages et des investisseurs, et de soutenir la consommation et l'investissement privés.

... et peut générer de effets de richesse positifs

La littérature économique (Ardagna (2009), Heylen Everaert (2000)) souligne également l'effet de richesse pouvant résulter d'une diminution des primes de risque sur les marchés financiers : la baisse des taux d'intérêt devrait augmenter les prix d'actifs et donc la richesse des ménages, ce qui peut relancer leur consommation par effet de richesse<sup>(8)</sup>. Globalement, un plan de consolidation peut donc être moins pénalisant en période de risque de défaut souverain (FMI 2010).

Un tel scénario contrefactuel pour l'ensemble de la zone euro, qui combinerait hausse des coûts de financement et accroissement de l'incertitude, est évidemment difficile à élaborer et à calibrer dans les modèles macroéconomiques habituels, qui sont bâtis largement sur des mécanismes keynésiens. On essaie cependant dans la suite de quantifier de façon économétrique la relation entre situation des finances publiques et prime de risque pour l'ensemble des États-membres de la zone euro. On réalise ensuite l'évaluation de l'impact à partir du modèle macroéconomique NiGEM, en injectant ces relations dans le modèle pour tenir compte explicitement des effets de prime de risque.

### Quels sont les déterminants des primes de risque sur les obligations souveraines en Europe ?

Écartement des primes de risque dans la zone euro en 2010

Dans la zone euro, les primes de risque exigées par les prêteurs sur les titres souverains sont matérialisées par l'écart, ou « spread », entre les taux longs publics des différents pays de la zone euro et celui de l'Allemagne, jugé « sans risque ». Au cours de l'année 2010, l'éventail des spreads s'est fortement élargi, avec no-

(8) Les effets de richesse sont connus pour être faibles en France (Aviat et al, 2007), mais pourraient être plus élevés dans d'autres pays européens. Voir par exemple le résumé de Philip Davis (2010).

## Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ?

tamment une forte hausse des primes de risque en Grèce, en Irlande ou au Portugal (cf. graphique 3). Dans cette partie, on cherche à identifier les déterminants économiques des primes de risque, et à quantifier leurs effets au travers d'estimations économétriques. L'encadré 2 présente de manière détaillée la méthodologie retenue et les résultats des estimations.

### Deux types de primes de risque sur les titres souverains

Pour chaque État-membre de la zone euro, la prime de risque sur ses taux publics comporte deux primes de risque différentes :

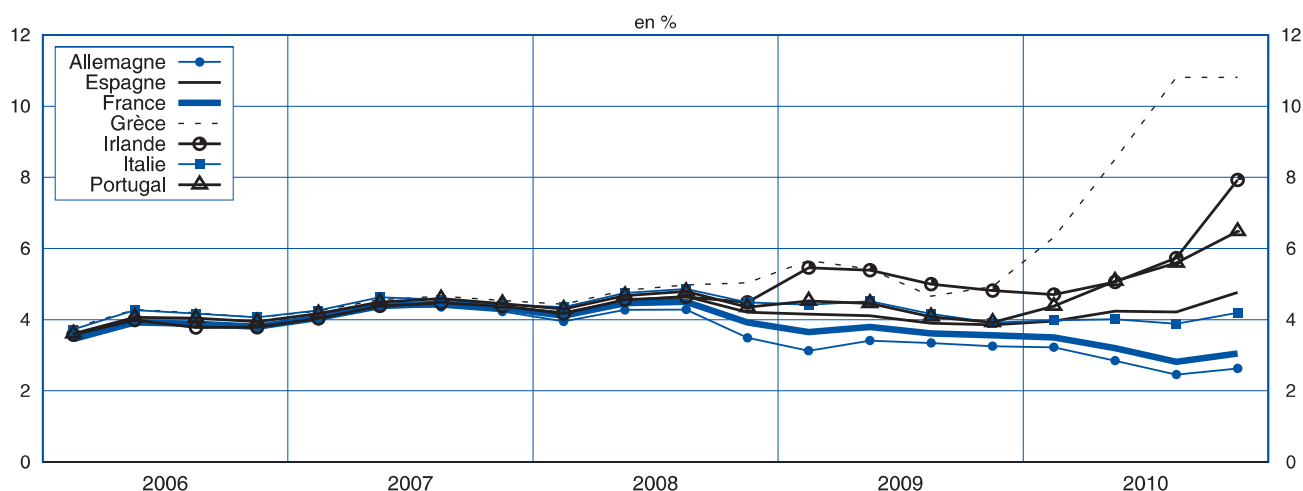
- la prime de *risque de liquidité* : lorsque la taille du marché de la dette d'un pays est importante, il est plus facile pour un investisseur d'acheter ou vendre des titres de dette compte tenu du nombre d'acteurs présents sur ce marché. Ce dernier est donc moins confronté au risque de ne pas trouver d'acheteur lorsqu'il souhaite vendre des titres de dette, ce qui fait diminuer la prime de risque de liquidité. De facto, les effets de taille des marchés sont confirmés par les estimations empiriques, les grands pays émettant des obligations plus liquides acquittant une plus faible prime de liquidité. À l'inverse, les pays de petite taille attirent moins facilement les prêteurs à cause de la plus faible liquidité de leurs émissions.

- la prime de *risque de défaut souverain* : les investisseurs peuvent exiger une prime pour couvrir un éventuel risque de défaut d'un État. Cette prime augmente avec la probabilité de défaut estimée par les prêteurs. Dans les estimations réalisées, les effets sur la prime de risque de défaut sont captés par deux groupes de variables : d'une part des critères sur la situation des finances publiques ; d'autre part, des critères plus généraux de déséquilibres, incluant le secteur privé (cf. encadré 2).

### Niveau de la dette publique : des effets de seuil

S'agissant de l'effet des finances publiques, l'estimation économétrique met en exergue deux types de facteurs : interviennent à la fois la dette publique en niveau, et son évolution au travers d'un indicateur de solde stabilisant. Plus précisément, le niveau de la dette publique influe sur les primes de risque, mais avec un effet de seuil : lorsque la dette est inférieure à 100 points de PIB, l'effet sur le *spread* d'un point de PIB de dette supplémentaire serait faible, autour d'un point de base. En revanche, lorsque la dette dépasse 100 points de PIB, l'effet marginal serait d'environ 7 à 8 points de base.

### 3 - Taux souverains à 10 ans en zone euro



Note de lecture : le graphique représente les taux d'intérêt des obligations publiques à 10 ans. Pour chaque État-membre de la zone euro, la prime de risque sur les titres publics, ou « *spread* », est représentée par l'écart entre le taux d'intérêt du pays et le taux d'intérêt de l'Allemagne.  
Source : Datansight, Banques centrales nationales, OCDE

### *Les déficits publics : un indicateur de soutenabilité*

L'analyse empirique confirme également la pertinence d'un indicateur de soutenabilité (cf. encadré 1). Ainsi, le déficit public ne provoquerait une augmentation du *spread* que dans la mesure où il serait suffisamment important pour que la dette s'accumule au-delà de 100 points de PIB. Une référence implicite robuste semble en effet être le solde stabilisant la dette nette publique à 100 points de PIB. Dans l'analyse empirique effectuée, le déficit ne joue qu'au travers de l'écart avec cette référence. Ainsi, les pays dont la croissance est faible ou dont le déficit est élevé ont davantage de difficultés à stabiliser le niveau de leur dette publique. Toutes choses égales par ailleurs, ils paient donc une prime de risque souverain plus élevée. Ceci posé, pour une croissance en valeur donnée, un point de PIB de déficit supplémentaire entraînerait une augmentation d'environ 4 à 5 points de base du *spread* (cf. encadré 2, tableau 2).

### *Les déséquilibres privés ont également une influence*

Par ailleurs, des indicateurs de déséquilibres courants, incluant le secteur privé, ont été testés : l'analyse empirique confirme la sensibilité des primes de risque à de tels indicateurs. Par exemple, 1 point de PIB de désépargne du secteur privé conduirait à un accroissement des *spreads* d'environ 2 points de base.

Ces résultats permettent de mieux comprendre les développements récents des *spreads* européens. Ils expliquent en effet, en partie, les écarts observés entre les pays de la zone euro depuis le début de la crise financière et la résurgence du risque souverain.

### *En France et en Italie, ces déterminants économiques expliquent bien l'évolution des spreads depuis le début de la crise*

Les *spreads* observés sur la période 2008T1-2010T3 entre l'Allemagne et les autres grands pays de la zone euro (cf. graphiques 4 à 7) s'expliquent différemment selon les caractéristiques de ces pays. Par exemple, le *spread* de l'Italie provient surtout du niveau élevé de sa dette, notamment parce que celle-ci excède 100 points de PIB. Il reste toutefois contenu grâce à la bonne liquidité du marché de la dette italienne. La France bénéficie d'effets de liquidité comparables à l'Italie, mais aussi d'un niveau de dette moins élevé. Pendant la crise en revanche, les effets de déficit ont joué plus fortement à la hausse sur la prime de risque française, car l'augmentation du déficit public a été plus élevée. En France et en Italie, les déterminants des primes de risque permettent de retracer très correctement leur évolution, y compris en 2010 pendant la crise des dettes souveraines.

### *Une part d'inexpliqué dans des pays comme l'Espagne, et plus encore la Grèce*

L'Espagne est entrée dans la crise avec un niveau de dette publique moins élevée qu'en France et qu'en Italie, mais la détérioration de la soutenabilité des finances publiques a beaucoup contribué à la hausse des *spreads* à partir de mi-2008. Cependant, depuis le deuxième trimestre 2010, près de la moitié de la hausse des *spreads* espagnols reste inexpliquée, au regard de leurs déterminants économiques. Il est vrai que le modèle ne capte pas la possibilité d'une perte massive et soudaine de confiance comme ont pu en connaître la Grèce ou l'Irlande, pays qui ont bénéficié des mécanismes de solidarité instaurés entre les pays de la zone euro. Pour la Grèce en particulier, une part très importante de la hausse de la prime de risque en 2010 est ainsi inexpliquée par le modèle.

Dans la suite, on évalue l'impact des ajustements budgétaires dans la zone euro en incorporant ces déterminants des primes de risque dans le modèle macroéconomique NiGEM. Pour un même effort d'ajustement budgétaire, l'impact sur le *spread* de taux long va donc différer selon la situation économique et budgétaire des différents pays de la zone euro.

### Bibliographie:

**Alesina A., R. Perotti (1996)**, "Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects," *NBER Working paper* 5730, August.

**Ardagna S. (2009)**, "Financial markets' behavior around episodes of large changes in the fiscal stance", *European Economic Review* 53(1): 37-55.

**Aviat A., Bricongne J.-C. et Pionnier P.-A. (2007)**, "Richesse patrimoniale et consommation: un lien tenu en France, fort aux États-Unis", *Note de conjoncture de décembre 2007*, Insee, pp. 37-52.

**Champsaur P. et Cotis J.-Ph. (2010)**, « Rapport sur la situation des finances publiques », Insee, avril 2010. [http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/dossiers\\_web/finances-publiques/rapport-finances-publiques.pdf](http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/dossiers_web/finances-publiques/rapport-finances-publiques.pdf)

**Commission Européenne (2009)**, "Sustainability Report 2009", *European Economy* 9/2009, Economic and Financial Affairs.

**Cottarelli, C., L. Forni, J. Gottschalk and P. Mauro (2010)**, "Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable and Unlikely", IMF Fiscal Affairs Department.

**Fonds Monétaire International (FMI) (2010)**, "Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation", *World economic outlook : "Recovery, Risk, and rebalancing"*, Chapter 3, October.

**Haugh, D., P. Ollivaud and D. Turner (2009)**, "What Drives Sovereign Risk Premiums?: An Analysis of Recent Evidence from the Euro Area", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 718, OECD Publishing.

**Heylen F., G. Everaert (2000)**, "Success and Failure of Fiscal Consolidation in the OECD: A Multivariate Analysis", *Public Choice*, Vol. 105, No. 1/2, pp. 103-124

**Koutsogeorgopoulou, V. and D. Turner (2007)**, "The Costs of Delaying fiscal Consolidation: A Case Study for Greece", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 582, OECD Publishing.

**Philip Davis, E. (2010)**, "Asset Prices and Real Economic Activity", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 764, OECD Publishing.

**Reinhart, C. and K. Rogoff (2010)**, "Growth in a Time of Debt", *National Bureau of Economic Research Working Paper* No. 15639, January.

**Röhn, O. (2010)**, New evidence on the private saving offset and Ricardian equivalence, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 762, OECD Publishing.

**Romer D. (2006)**, "Advanced Macroeconomics". Third edition. New York: McGraw-Hill. ■