

V. COMPORTEMENT D'ÉPARGNE ET EFFICACITÉ DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Introduction

Le comportement de l'épargne privée a d'importantes incidences pour l'efficacité de la politique budgétaire...

La politique budgétaire a été utilisée comme un antidote pour combattre la faiblesse de l'activité durant la récession la plus récente, et dans quelques pays l'assainissement budgétaire a été retardé en raison de ses coûts perçus en termes de contraction de l'activité. Toutefois, l'incidence de la politique budgétaire sur la demande totale dépend des réactions de l'épargne privée aux modifications de l'orientation budgétaire. Dans certaines circonstances, les fluctuations du déficit budgétaire peuvent être neutralisées par des variations compensatrices simultanées de l'épargne privée. Ce chapitre examine l'ampleur possible de ces effets compensatoires, en particulier dans le cas où les variations simultanées de l'épargne privée et de l'épargne publique peuvent refléter des incertitudes concernant le caractère soutenable d'un déficit budgétaire, et donc la nécessité de se prémunir contre des « surprises » fiscales futures¹. Même si « l'anticipation fiscale » délibérée est sans doute rare, l'expérience de nombreux pays de l'OCDE donne à penser que les ajustements budgétaires opérés à des fins de stabilisation sont souvent associés à des variations inverses de l'épargne privée. Suivant leur ampleur, ces réactions posent des problèmes importants aux responsables des politiques.

... et ces effets peuvent se manifester à travers différents canaux...

Il n'est pas aisé d'identifier les effets compensatoires directs des déficits budgétaires sur l'épargne, car les mesures budgétaires peuvent être neutralisées par les réactions de l'épargne privée à travers une série de circuits indépendamment de l'anticipation fiscale. Le mécanisme le plus direct, incorporé dans la plupart des modèles classiques de la demande totale, intervient du fait qu'une stimulation budgétaire accroît le revenu disponible et que la propension à consommer un dollar supplémentaire de revenu est généralement sensiblement inférieure à l'unité dans le long terme. D'une façon plus indirecte, l'épargne privée peut augmenter parce que l'alourdissement des déficits budgétaires fait monter le taux d'intérêt, ce qui peut entraîner une « éviction financière ». Dans certains pays, cet effet se double de répercussions négatives sur les prix des actifs (« effets de richesse ») qui accompagnent l'accumulation de la dette publique. En raison de ces facteurs additionnels, ainsi que des liens entre l'épargne privée et l'épargne publique, on ne peut pas utiliser des corrélations simples entre l'épargne publique et l'épargne privée pour démontrer l'existence d'effets compensatoires directs épargne privée/épargne publique induits par

1. Pour un exposé complet de la méthodologie et des résultats, voir de Mello *et al.* (2004).

les anticipations.

... en fonction de facteurs nationaux et de la composition des actions budgétaires

La démarche retenue ici consiste à estimer les effets directs des déficits budgétaires sur l'épargne à partir de données transnationales et chronologiques groupées, en tenant compte des facteurs liés au revenu, au taux d'intérêt et au patrimoine. Cela permet de mettre en évidence des schémas de comportement pour l'ensemble de la zone OCDE. Mais on examine également s'il existe des différences d'un pays à l'autre concernant la réaction des agents privés aux modifications du budget et si la composition de l'action budgétaire -- recettes, dépenses courantes ou investissement public -- affecte la réaction compensatoire de l'épargne privée.

Les principales conclusions sont les suivantes :

Il existe apparemment une action compensatoire directe de l'épargne privée...

- Des données robustes révèlent des mouvements compensatoires directs, partiels mais importants, de l'épargne privée. La compensation initiale globale atteint environ 50 pour cent dans le court terme, compte tenu des effets de revenu, de taux d'intérêt et de patrimoine (qui ont un important impact sur l'épargne), et avoisine 70 pour cent dans le long terme.

... qui s'applique aux recettes et aux dépenses courantes...

- L'épargne privée réagit apparemment de façon relativement égale aux variations des recettes courantes et des dépenses dans le long terme, même si la compensation de l'épargne à court terme est plus forte pour les variations de recettes.

... mais l'investissement public ne suscite pas de réaction de l'épargne

- L'investissement public n'entraîne pas de réaction compensatoire de l'épargne, ce qui s'accorde avec le fait que ce type d'investissement — lorsqu'il est correctement défini dans les comptes publics — induit soit un rendement financier, soit un rendement social, au profit des contribuables futurs.

Les États-Unis font peut-être exception

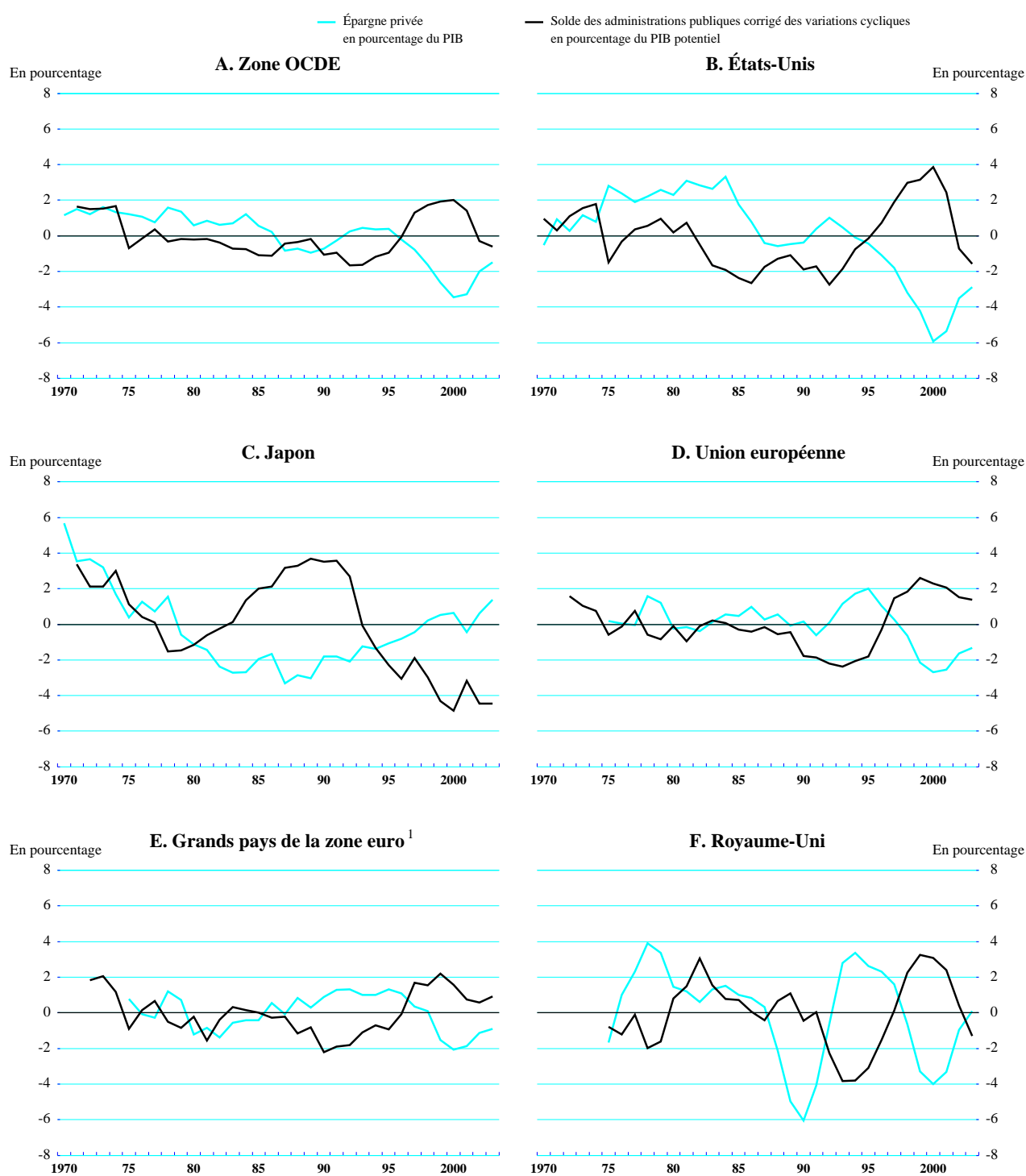
- Exceptionnellement, la réaction de l'épargne privée au déficit apparaît positive aux États-Unis sur le long terme. Sinon, on n'observe pas de différences de comportement d'un pays à l'autre.

Variations simultanées de l'épargne privée et de l'épargne publique

Les variations simultanées de l'épargne privée et de l'épargne publique tendent à être fortes...

Les pays de l'OCDE ont connu d'importantes variations de l'épargne privée et de l'épargne publique au fil du temps (graphique V.1). Cependant, l'établissement du sens de causalité est compliqué par un certain nombre de questions conceptuelles, liées en particulier aux problèmes de mesure et à la nécessité de prendre en compte les stabilisateurs automatiques (voir l'encadré V.1). Du fait de ces difficultés, les corrélations brutes entre

Graphique V.1. Épargne privée et publique : écarts par rapport à la moyenne



1. Allemagne, France et Italie.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 76.

Encadré V.1. Questions théoriques

La définition et la mesure de l'épargne sont importantes

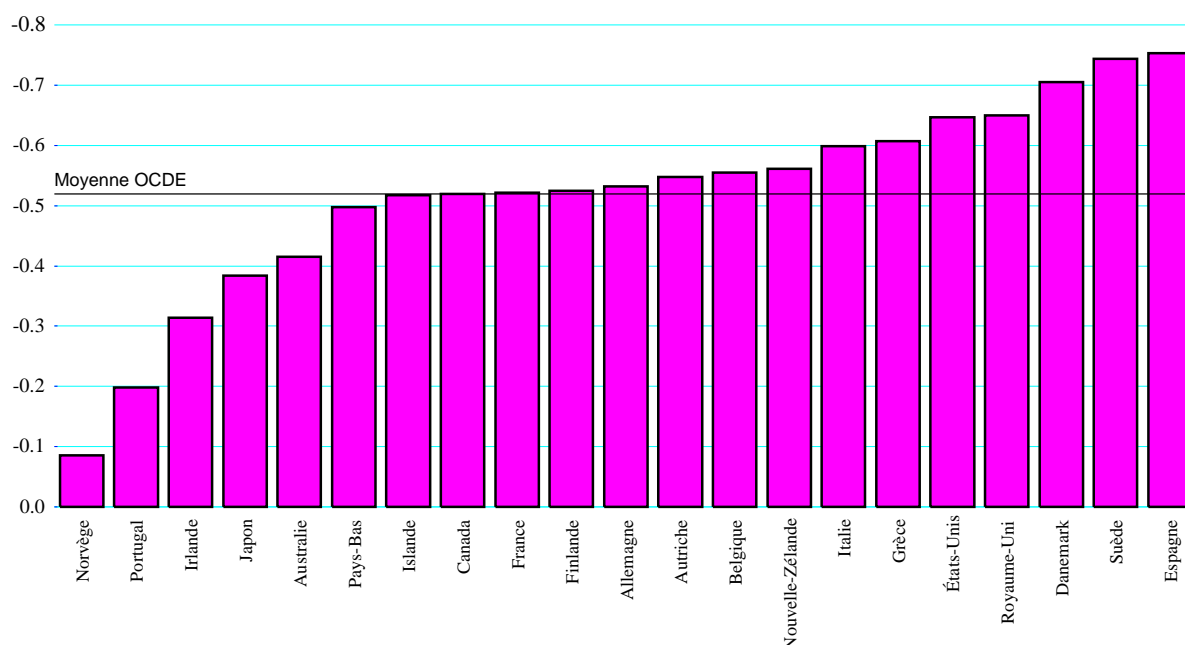
La mesure de l'épargne privée et de l'épargne publique pose de nombreux problèmes théoriques. Le traitement des gains en capital, l'inflation, l'agrégation de l'épargne des ménages et de l'épargne des entreprises et la classification en dépenses en capital et dépenses courantes sont autant d'aspects qui affectent la relation entre l'épargne privée et l'épargne publique :

- Les plus-values réalisées ne sont pas intégrées aux revenus des personnes physiques dans les comptes nationaux. En revanche, les impôts payés sur ces plus-values sont comptabilisés comme revenus négatifs des ménages et inclus dans les recettes publiques, ce qui peut créer une corrélation négative trompeuse entre l'épargne publique et l'épargne privée.
- L'inflation accroît les paiements et encaissements d'intérêts nominaux, qui sont enregistrés dans les comptes nationaux, tout en érodant la valeur réelle de la dette et en suscitant un transfert de richesse des créanciers aux débiteurs, qui n'est pas comptabilisé. Par conséquent, négliger les effets de richesse de cet « impôt d'inflation » conduit à surestimer le déficit budgétaire et l'épargne privée.
- Le partage entre l'épargne des ménages et l'épargne des sociétés est quelque peu arbitraire¹. L'agrégation du secteur des ménages et du secteur des sociétés ne va donc pas sans problèmes. L'épargne des entreprises est généralement beaucoup plus élevée que celle des ménages, et en général les motifs d'épargne ne sont pas les mêmes dans les deux secteurs². Tel est probablement le cas des entreprises publiques et des entreprises sous contrôle étranger, qui jouent un rôle non négligeable dans quelques pays.
- La distinction entre dépenses courantes et dépenses en capital qui est établie dans les comptes nationaux n'est pas toujours pertinente d'un point de vue économique³. Certains projets du secteur public peuvent avoir une valeur actuelle négative et néanmoins être traités comme des investissements, tandis que la consommation publique et les dépenses en capital sont souvent complémentaires (il en est ainsi de la construction d'hôpitaux et de la rémunération des professionnels de la santé), ce qui rend la distinction moins pertinente du point de vue des contribuables. Reclasser dans la catégorie des investissements les achats de biens durables des ménages et les dépenses en capital humain et en recherche-développement (R-D) accroîtrait les taux d'épargne et affecterait le profil de l'épargne, étant donné que les achats de biens durables (et, dans une certaine mesure, la R-D) en particulier fluctuent considérablement au cours du cycle économique.

Le solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles est l'indicateur le plus pertinent

Il s'agit aussi de déterminer quel est le concept de solde budgétaire le plus apte à saisir les réactions du secteur privé. Dans la mesure où le solde budgétaire effectif intègre les effets des stabilisateurs automatiques, le lien de causalité jouera des fluctuations de l'épargne privée vers l'épargne publique, créant des biais d'endogénéité. De plus, les individus rationnels et clairvoyants ne devraient pas réagir aux variations de l'orientation budgétaire découlant des stabilisateurs automatiques, car celles-ci reflètent normalement un lissage fiscal et non des modifications du prélèvement fiscal total (et donc de l'accumulation de la dette) au cours du cycle. Le solde budgétaire structurel, ou corrigé des variations conjoncturelles, peut donc être plus pertinent que le solde effectif pour déterminer les anticipations du secteur privé⁴. C'est le concept qui est employé ici. Toutefois, les estimations de la compensation de l'épargne privée présentées ci-après ne varient pas sensiblement lorsque le solde budgétaire lui-même est utilisé. Le coefficient de compensation ne varie pas non plus notablement lorsque l'orientation budgétaire est mesurée par le solde budgétaire primaire (corrige du cycle).

1. Voir Gale et Sabelhaus (1999), pour une analyse approfondie.
2. Aux États-Unis, par exemple, l'épargne des sociétés a représenté quelque 80 pour cent de l'épargne privée totale depuis 1995.
3. Ainsi, les dépenses au titre du capital humain (éducation et santé, par exemple) ou de la recherche-développement (R-D) sont comptabilisées comme éléments de consommation, bien que leurs taux de rendement soient comparables à ceux des investissements en capital physique.
4. En outre, les importants éléments ponctuels (par exemple, le produit de la vente de licences de téléphonie mobile de troisième génération, UMTS) -- qui sont exclus par l'OCDE pour le calcul des agrégats budgétaires corrigés des variations conjoncturelles -- peuvent cacher de fortes fluctuations des agrégats budgétaires d'une année sur l'autre, amplifiant ainsi les variations des obligations fiscales futures.

Graphique V.2. Épargne privée et épargne publique : corrélations brutes ¹


1. Corrélation entre les variations de l'épargne privée et celles du solde financier corrigé des variations cycliques entre 1970 et 2003 (période variable en fonction de la disponibilité des données).

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 76.

épargne privée et épargne publique ne doivent pas être nécessairement considérées comme indiquant dans quelle mesure il existe une relation comportementale par laquelle l'épargne privée compense les fluctuations de l'épargne publique. Ces réserves étant faites, dans les différentes régions, les modifications de l'orientation budgétaire ont souvent coïncidé avec des mouvements simultanés et en sens inverse de l'épargne privée, qui ont atténué les fluctuations de l'épargne nationale. Ce phénomène est confirmé par une corrélation moyenne proche de -0.5 entre les variations de l'épargne privée et le solde budgétaire corrigé des fluctuations conjoncturelles pour la zone de l'OCDE dans son ensemble (graphique V.2). Si l'on étudie de plus près les années 90, Il apparaît que les pays de l'échantillon (à l'exclusion du Japon) ont enregistré une amélioration sensible du solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles, avec une évolution inverse de l'épargne privée (la France, la Norvège et la Suède faisant exception). Cependant, l'ampleur de ces mouvements simultanés a été très inégale d'un pays à l'autre (graphique V.3).

Graphique V.3. Évolution de l'épargne privée et publique
En pourcentage du PIB



Note: Pour chaque pays, la période d'analyse (entre parenthèses) correspond à l'épisode le plus récent d'expansion (consolidation) budgétaire, défini comme les années au cours desquelles les changements du solde budgétaire corrigé des variations cycliques étaient négatifs (positifs).

1. Dans le cas de la Norvège, de la France et de la Suède, la variation de l'épargne privée sur la période retenue était positive (4,6, 0,9 et 0,7 respectivement) et n'apparaît donc pas sur ce graphique.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 76.

... mais ne sont pas nécessairement liées par une relation de cause à effet

Les évolutions ci-dessus ont également coïncidé avec un certain nombre d'influences séculaires qui pourraient avoir masqué une relation de causalité entre l'épargne privée et l'épargne publique ou suscité une corrélation inverse trompeuse. La libéralisation des marchés de capitaux peut avoir été un facteur exogène entraînant une baisse de l'épargne privée, tandis que la décrue de l'inflation a réduit la désépargne publique. Si les déficits budgétaires sont corrigés de l'effet de l'inflation sur la dette et sur le service de la dette (c'est-à-dire si l'impôt d'inflation, qui mesure l'érosion de la valeur réelle de la dette publique induite par l'inflation, est inclus parmi les recettes publiques), l'amélioration des soldes budgétaires au cours des dernières décennies se trouve dans certains cas considérablement réduite (graphique V.4).

Épisodes de fortes variations de l'orientation budgétaire

Les corrections budgétaires peuvent être expansionnistes, ou produire un effet inverse...

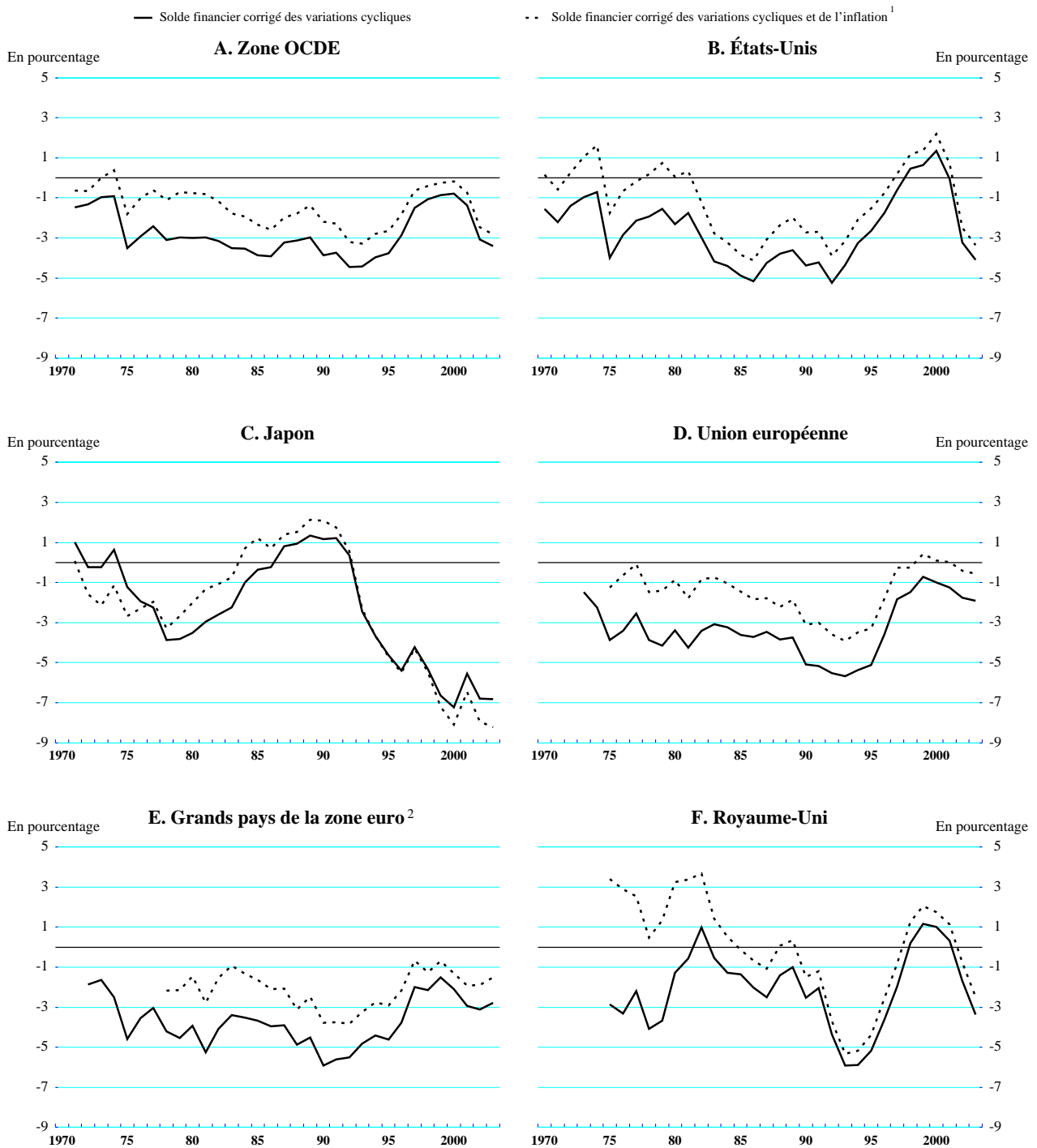
Un certain nombre d'études de cas permettent de montrer comment des variations compensatoires de l'épargne privée peuvent rendre les contractions budgétaires expansionnistes ou les expansions budgétaires restrictives. En particulier, lorsque la politique budgétaire devient insoutenable, conduisant à une accélération de l'inflation et à une hausse des taux d'intérêt, une correction budgétaire, sous la forme d'une augmentation des impôts ou d'une réduction des dépenses publiques, peut avoir un effet stabilisateur positif². Apparemment, ces mouvements n'interviennent pas de façon linéaire, mais sont associés à des « seuils de déclenchement », correspondant à des déséquilibres budgétaires importants et insoutenables³.

... comme en témoignent un certain nombre d'épisodes extrêmes...

Deux cas d'assainissement budgétaire expansionniste concernent le Danemark et l'Irlande dans les années 80. La stabilisation budgétaire danoise de 1983-86 a été obtenue en limitant la consommation publique réelle, en réduisant les investissements publics et en augmentant les impôts. La réduction du déficit s'est accompagnée d'une forte poussée de la consommation et de l'investissement privés. En Irlande, le programme de stabilisation mis en œuvre après 1987 -- au moyen de coupes claires dans la consommation et l'investissement -- a été le facteur déclenchant de l'accélération de la croissance. Inversement, l'augmentation massive du déficit budgétaire en Suède au début des années 90 a été neutralisée par une hausse de l'épargne privée, due en partie aux effets de patrimoine négatifs associés à la baisse concomitante des prix des logements. Une caractéristique commune de ces épisodes est la présence de forts effets de

-
2. La Commission européenne (2003) a procédé à un examen approfondi des effets des ajustements budgétaires passés dans l'Union européenne, et elle a aussi analysé les études existantes. Parmi les phases d'assainissement budgétaire identifiées, près de la moitié ont eu un effet expansionniste.
 3. Le mode de transmission traditionnel de ces effets non keynésiens est la consommation privée (Giavazzi et Pagano, 1996, Giavazzi *et al.*, 2000). Mais des effets non linéaires peuvent aussi se manifester par le biais de l'investissement privé, comme l'ont montré Alesina *et al.* (2002).

Graphique V.4. Épargne publique, ajustée pour tenir compte de l'inflation
En pourcentage du PIB potentiel



1. Le ratio ajusté du solde budgétaire au PIB est égal au ratio brut augmenté du produit du taux de croissance de la moyenne mobile sur 3 ans de l'inflation (assise sur l'indice implicite des prix du PIB) par la dette publique nette de l'année précédente.

2. Allemagne, France et Italie.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 76.

richesse exogènes, mais il est probable que les effets directs induits par la politique budgétaire, liés à des perceptions de la viabilité budgétaire, étaient également présents.

... mais le phénomène existe aussi quand les politiques ne sont pas jugées insoutenables

Il semble aussi qu'il y ait de forts mouvements de compensation entre épargne privée et épargne publique dans des cas moins extrêmes, lorsque les politiques budgétaires ne sont pas jugées insoutenables, même s'il est très difficile de distinguer les réactions purement budgétaires des autres facteurs liés au patrimoine. L'expérience des États-Unis dans les années 90 offre l'exemple d'un assainissement budgétaire -- fondé sur le freinage de la dépense publique et sur des recettes exceptionnelles au titre des plus-values réalisées -- associé avec une baisse importante de l'épargne privée. Cependant, si l'assainissement a créé une partie des marges de manœuvre nécessaires pour des investissements productifs associés à la vive expansion des prix des actifs, d'autres facteurs (liés à la « nouvelle économie ») ont joué probablement un rôle plus important. De même, l'expansion budgétaire au Japon durant la même période, alimentée essentiellement par les dépenses, s'est accompagnée d'une forte hausse du taux d'épargne privée. Mais là encore, les importants effets de richesse négatifs qui ont été observés étaient plus étroitement liés à des facteurs exogènes (notamment une baisse du cours des actions et des prix des logements) qu'à un assouplissement budgétaire.

Les effets de richesse jouent un rôle important

On peut tirer deux enseignements de ces épisodes. D'une part, les effets de richesse exogènes peuvent masquer la présence d'effets budgétaires sur le comportement de l'épargne. D'autre part, les variations du déficit budgétaire peuvent elles-mêmes susciter des réactions au niveau du patrimoine, et des modifications connexes de l'épargne privée, qui sont difficiles à distinguer de l'anticipation fiscale proprement dite. Ces réactions du patrimoine dépendent apparemment de la nature et de la composition des modifications de l'orientation budgétaire et des mesures gouvernementales dans lesquelles s'inscrivent ces modifications. En particulier, des études de cas montrent qu'un assainissement fondé sur des réductions de dépenses peut induire des variations compensatoires de l'épargne privée plus prononcées qu'un assainissement axé sur des augmentations d'impôts, car les effets de richesse et d'attraction correspondants sont plus prononcés⁴. En conséquence, les expansions (qu'elles soient induites par l'impôt ou par la dépense) peuvent avoir des effets de patrimoine et de confiance négatifs, suivant les conditions budgétaires et économiques initiales.

4. Zaghini (1999) estime qu'une réorientation de l'assainissement vers les réductions de dépenses accroît les chances de réussite. Alesina et Perotti (1995), McDermott et Wescott (1996), Alesina et Ardagna (1998), Alesina *et al.* (1998) présentent des résultats similaires. Giavazzi *et al.* (2000) montrent que les réactions compensatoires de l'épargne sont plus marquées durant les périodes de fortes contractions budgétaires, surtout si celles-ci reposent sur des mesures fiscales. Les effets de richesse sont amplifiés si les taux d'intérêt diminuent du fait de l'assainissement budgétaire, dans la mesure où les actions correctives, si elles sont crédibles, contribuent à réduire les primes de risque (Blanchard, 1990 et Zaghini, 1999).

Variations compensatoires de l'épargne privée : les données empiriques

L'effet compensatoire de l'épargne privée peut être mesuré de façon plus formelle

Les conditions d'une stricte neutralité de la dette (ou équivalence ricardienne), telles que les variations de l'épargne privée compensent intégralement les variations de l'épargne publique, sont difficiles à réunir (voir l'encadré V.2). Toutefois, une analyse sur données de panel peut permettre de vérifier l'existence et l'ampleur des variations compensatoires de l'épargne privée en réaction à des variations de l'épargne publique. À partir de données groupées transversales et chronologiques, l'objectif de l'analyse empirique est, à ce stade, de mettre en lumière les tendances pour la zone OCDE dans son ensemble. Les données couvrent 16 pays de l'OCDE pour la période 1970-2002.

Une procédure de correction d'erreurs est utilisée

Plusieurs options s'offrent pour estimer la relation entre l'épargne privée et l'épargne publique. La spécification retenue ici est une méthode de correction d'erreurs de forme réduite, dans laquelle l'épargne privée fait l'objet d'une régression sur l'épargne publique tandis que les dynamiques de court et long terme sont modélisées explicitement⁵. L'équation d'épargne peut être estimée comme suit :

$$S_{it}^{priv} = \alpha_0 + \alpha_1 S_{it}^{pub} + \alpha_2 X_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$\Delta S_{it}^{priv} = \beta_0 + \beta_1 \Delta S_{i,t-1}^{priv} + \beta_2 e_{i,t-1} + \beta_3 \Delta S_{it}^{pub} + \beta_4 \Delta X_{it} + v_{it},$$

avec $\beta_2 < 0$ (2)

où S_{it}^{priv} et S_{it}^{pub} dénotent respectivement les taux d'épargne privée et publique dans le pays i à l'instant t , X_{it} est un vecteur des variables de contrôle, e et v sont des coefficients de perturbation, et Δ est l'opérateur de différence première.

On peut estimer conjointement les équations (1) et (2) en résolvant l'équation (1) pour $e_{i,t-1}$ et en lui substituant sa valeur dans l'équation (2), ce qui permet d'inclure dans l'équation d'estimation les variables du membre droit en différences premières et niveaux retardés, de la façon suivante :

5. Une approche plus classique consiste à estimer l'équation d'épargne de forme réduite dans un cadre d'équilibre partiel, où la variable dépendante retardée est incorporée dans l'ensemble des régresseurs principalement pour prendre en compte l'inertie du comportement d'épargne. Toutefois, la spécification avec correction d'erreurs a été préférée parce que le cadre d'équilibre partiel ne permet qu'une dynamique très simple, de sorte que l'estimation des variations compensatoires à long terme de l'épargne privée est souvent déraisonnablement élevée.

Encadré V.2. Réactions de l'épargne privée aux déficits budgétaires

L'existence d'une équivalence ricardienne a été beaucoup discutée...

Selon l'hypothèse du revenu permanent/sur le cycle de vie, les ménages prennent leurs décisions de dépenses en se fondant sur le patrimoine de leur vie entière, qui incorpore les anticipations de revenus futurs, et pas seulement leur revenu disponible courant. Compte tenu des liens avec la politique budgétaire et l'émission de titres d'État pour financer la consommation publique, ainsi que d'un horizon de planification infini fondé sur la finalité du legs, cette approche conduit au concept de neutralité de la dette (équivalence ricardienne). Sous certaines conditions, les agents privés clairvoyants internalisent totalement le fait que, pour respecter la contrainte budgétaire intertemporelle du gouvernement, les emprunts publics impliquent une augmentation du service de la dette future et, partant, une imposition différée (anticipation fiscale). Dans ce cas, l'incidence de la politique budgétaire est illustrée de façon sommaire par l'évolution des dépenses, alors que le calendrier d'application des impôts -- découlant des déficits budgétaires -- n'a pas d'effet sur l'économie¹.

L'existence de l'équivalence ricardienne a suscité un intense débat théorique, et l'hypothèse est souvent testée dans des travaux empiriques². Il y a de fortes objections théoriques à l'existence de mouvements totalement compensatoires de l'épargne privée face à des modifications du calendrier des impôts, justifiées par les conditions relativement strictes sous-tendant le modèle. En effet, celui-ci implique notamment un marché du crédit parfait, des impôts ne créant pas de distorsions et un sentiment de certitude quant aux impôts futurs, au revenu et à d'autres variables. En outre, les décisions de consommation courante doivent être fondées sur des horizons de planification infinis, avec des transferts positifs aux générations futures dictés par l'altruisme. En général, on ne peut pas s'attendre à ce que ces hypothèses soient réunies. Néanmoins, des compensations importantes, quoique partielles, existent sans doute et la pertinence pratique de l'équivalence ricardienne devient un problème empirique.

... et les facteurs institutionnels peuvent jouer un rôle important

La validation empirique de l'hypothèse de neutralité de la dette se heurte à la difficulté de tester la validité des différents postulats sur lesquels repose le modèle théorique et de distinguer toutes les formes que peuvent revêtir les variations compensatoires de l'épargne privée et de l'épargne publique. Comme cela a été noté à l'encadré V.1, des difficultés particulières liées à un biais d'endogénéité et à une corrélation trompeuse doivent être prises en compte pour définir l'épargne. De surcroît, les individus devraient en principe réagir à des *nouvelles* concernant les évolutions budgétaires actuelles et futures, mais il est difficile de construire un indicateur budgétaire prospectif fiable³. Dans la pratique, la mise en œuvre de plans politiques est souvent entourée d'une incertitude considérable et peut manquer de crédibilité. Dans les pays où les programmes d'assainissement budgétaire ont bénéficié d'un fort engagement politique (notamment dans de nombreux pays de l'Union européenne avant l'adhésion à l'Union économique et monétaire), il y a plus de chances que soient remplies les conditions requises pour une réaction anticipative de l'épargne privée. Les différences de degré de la compensation par l'épargne privée (mises en évidence ci-après) peuvent donc être attribuées aux facteurs institutionnels entourant le budget.

1. Le postulat selon lequel le calendrier d'application des impôts n'a pas d'effets réels sur l'économie, repose notamment sur un document précurseur de Barro (1974). Voir aussi Barro (1989).
2. Pour des études récentes, voir par exemple Seater (1985, 1993), Elmendorf et Mankiw (1999), Hemming *et al.* (2002), et Ricciuti (2003).
3. Une solution possible consisterait à s'appuyer sur les informations tirées des indicateurs de confiance des consommateurs, et en particulier du sous-indice sur les anticipations des ménages concernant l'évolution future des finances publiques.

$$\Delta S_{it}^{priv} = (\beta_0 - \beta_2 \alpha_0) + \beta_1 \Delta S_{i,t-1}^{priv} + \beta_2 S_{i,t-1}^{priv} + \beta_3 \Delta S_{it}^{pub} - \beta_2 \alpha_1 S_{i,t-1}^{pub} + \beta_4 \Delta X_{it} - \beta_2 \alpha_2 X_{i,t-1} + v_{it} \quad (3)$$

La compensation de l'épargne privée est estimée à environ la moitié dans le court terme...

Les principaux résultats empiriques présentés dans le tableau V.1 prennent en compte d'autres déterminants majeurs de l'épargne privée (voir l'appendice pour une analyse approfondie)⁶. L'effet compensatoire de l'épargne privée est estimé à environ 50 pour cent dans le court terme, tandis que l'effet à long terme correspondant est estimé aux alentours de 70 pour cent⁷. Etant donné les valeurs de ces effets compensatoires estimés, en réponse à un durcissement budgétaire d'environ 5 pour cent du PIB -- comparable à celui de la zone OCDE dans son ensemble au cours de la précédente reprise, sur la période 1993-2000 -- l'épargne privée devrait baisser à raison de quelque 3½ pour cent du PIB au cours de la période. L'effet d'un assouplissement budgétaire comparable sur l'épargne nationale se traduit donc, toutes choses égales par ailleurs, par une hausse du PIB d'environ 1½ pour cent.

... abstraction faite des effets de richesse

Ainsi qu'on l'a noté, ces estimations des effets directs des déficits budgétaires sur l'épargne font abstraction des effets de richesse des déficits budgétaires sur l'épargne, qui peuvent être eux-mêmes considérables. Normalement, une contraction des déficits devrait avoir des effets de richesse positifs. A la fin des années 90, la baisse des déficits budgétaires s'est accompagnée d'une réduction des taux d'épargne privée, liée à un accroissement du patrimoine net des ménages (graphique V.5). Toutefois, on peut aussi trouver des exemples d'une augmentation des déficits budgétaires coïncidant avec un accroissement de la richesse nette du secteur privé, comme ce fut le cas aux États-Unis durant les années 80⁸.

-
6. Les variables de contrôle affectent la dynamique de l'épargne privée de la façon suivante : *i*) les fluctuations des termes de l'échange sont positivement associées avec l'épargne privée dans le court terme (une amélioration entraînant une augmentation de l'épargne) ; *ii*) la masse monétaire au sens large affecte négativement l'épargne privée dans le court terme (un accroissement de la liquidité réduit l'épargne) ; *iii*) le taux de dépendance économique des personnes âgées et l'indice du marché des actions ont une incidence négative sur l'épargne privée dans le long terme. Les variables muettes des effets de patrimoine semblent avoir un effet statistiquement significatif sur l'épargne privée, une hausse des prix des logements et des actions ayant pour effet de réduire l'épargne privée à court terme comme à long terme.
 7. L'effet compensatoire de l'épargne privée dans le long terme peut être calculé en divisant le coefficient estimé de $S_{i,t-1}^{pub}$ par le coefficient estimé de $S_{i,t-1}^{priv}$ affecté du signe moins.
 8. Dans ce cas particulier, les réformes fiscales avec lesquelles le déficit a été associé ont pu contribuer à induire des effets de richesse positifs. Voir FMI (2003), pour une analyse détaillée et des données empiriques concernant les États-Unis.

Tableau V.1. Réactions de l'épargne privée à l'orientation budgétaire

 Var. dép. : épargne privée (en pourcentage du PIB, définition des comptes nationaux)^a

	Coefficients estimés
Épargne privée	
Différence première retardée	0.11 ** (0.047)
Niveau retardé	-0.27 *** (0.034)
Épargne publique (capacité de financement) ^b	
Différence première	-0.51 *** (0.048)
Niveau retardé	-0.19 *** (0.034)
Variables de contrôle	
Masse monétaire au sens large (différence première)	-0.10 *** (0.271)
Variation des termes de l'échange (différence première)	0.04 *** (0.012)
Ratio de dépendance des personnes âgées (niveau retardé)	-0.28 *** (0.057)
Croissance du PIB par habitant (différence première)	0.32 (0.027)
Indice des prix des logements (différence première)	-0.02 *** (0.008)
Indice des prix des logements (niveau retardé)	-0.02 *** (0.004)
Indice des marchés d'actions (niveau retardé)	-0.01 *** (0.001)
<i>Pour mémoire :</i>	
Effet compensatoire implicite à long terme	-0.70
Nombre d'observations	275
Nombre d'unités transversales	16
Autocorrélation de second ordre (valeur de p)	0.40

a) Tous les modèles sont estimés à l'aide de l'estimateur MMG d'Arellano-Bond et comprennent un intercept commun non indiqué. Les erreurs types sont indiquées entre parenthèses. La signification statistique aux niveaux de 1, 5 et 10 pour cent est indiquée respectivement par (***), (**) et (*). L'hypothèse nulle des tests de Sargan de suridentification des restrictions n'est pas rejetée aux niveaux de signification conventionnels.

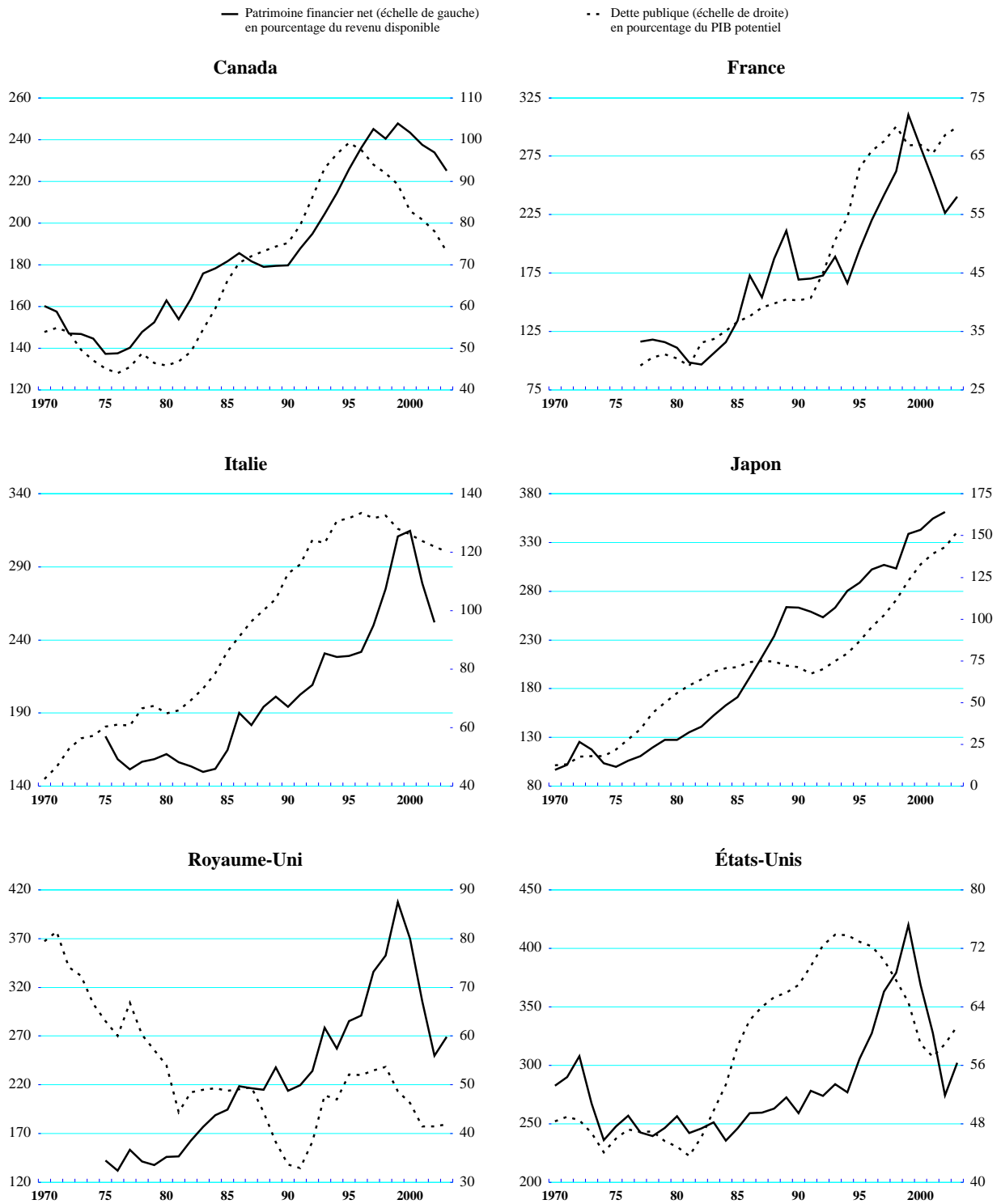
b) La capacité de financement est corrigée des variations conjoncturelles.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 74..

Les États-Unis semblent faire exception

Afin de vérifier si le degré de compensation varie d'un pays à l'autre, on a fait interagir le solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles (mesurant l'épargne publique) avec une variable muette prenant la valeur 1 pour certains pays et la valeur 0 pour tous les autres pays de l'échantillon. Selon cette méthode, la réaction de l'épargne privée apparaît positive aux

Graphique V.5. Dette publique et patrimoine financier net dans certains pays de l'OCDE



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 76

États-Unis dans le long terme (tableau V.2)⁹. Ce résultat doit être interprété avec prudence¹⁰, mais il pourrait traduire soit une conviction accrue que les déficits ne se solderont pas en définitive par une augmentation des impôts, soit une association entre des déficits plus élevés et des effets de richesse positifs non identifiés par les variables de contrôle. Si l'on applique la même procédure à d'autres grands pays de l'OCDE, on observe un comportement assez cohérent, encore que des différences de niveau de la dette publique soient susceptibles d'influencer la réaction compensatoire.

Tableau V.2. Réactions de l'épargne privée à l'orientation budgétaire dans certains pays

Var. dép. : épargne privée (en pourcentage du PBI, définition des comptes nationaux)^a

	Épargne privée	Capacité de financement		Capacité de financement x variable muette du pays concerné
		Niveau retardé	Différence première retardée	Niveau retardé
Canada	-0.27 ***	-0.51 ***	-0.21 ***	0.10
France	-0.27 ***	-0.51 ***	-0.19 ***	0.07
Allemagne	-0.27 ***	-0.51 ***	-0.19 ***	0.00
Italie	-0.27 ***	-0.51 ***	-0.19 ***	0.04
Japon	-0.27 ***	-0.51 ***	-0.19 ***	-0.03
Royaume-Uni	-0.27 ***	-0.51 ***	-0.18 ***	-0.17
États-Unis	-0.29 ***	-0.51 ***	-0.22 ***	0.44 ***

a) Tous les modèles sont estimés à l'aide de l'estimateur MMG d'Arellano-Bond et comprennent un intercept commun ainsi que la série complète des variables de contrôle (non indiqués). La signification statistique au niveau de 1 pour cent est indiquée par (***). L'hypothèse nulle des tests de Sargan de suridentification des restrictions n'est jamais rejetée aux niveaux de signification conventionnels. Il n'y a aucun signe d'autocorrélation de deuxième ordre dans les modèles.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 74.

Effets de composition

Le rôle des effets de composition : recettes contre dépenses

L'analyse peut être étendue par une ventilation de l'épargne publique entre ses composantes « recettes » et « dépenses ». Compte tenu des résultats présentés au tableau V.3, l'expérience de l'OCDE montre que, en règle générale, l'épargne privée augmente un peu moins en réponse aux majorations des dépenses courantes (pour un niveau de recettes donné) qu'en réponse aux variations de la fiscalité (pour un niveau de dépenses donné). Plus précisément, on estime que l'épargne privée s'accroît d'environ 0.8 pour cent de PIB dans le long terme en réaction à une réduction des impôts de 1 pour cent de PIB, les dépenses restant

9. Compte tenu des paramètres présentés au tableau V.2, l'effet compensatoire de l'épargne privée dans le long terme est estimé à près des trois quarts aux États-Unis $(-(-0.22+0.44)/-0.29)$.
10. Il se pourrait qu'une forte complémentarité entre consommation publique et consommation privée l'emporte sur un véritable comportement ricardien en réaction aux modifications fiscales. Mais ce serait là une configuration originale et étonnante.

inchangées, et d'environ 0.7 pour cent en réponse à une augmentation des dépenses de la même ampleur, la ponction fiscale restant constante. A court terme, toutefois, la réaction de l'épargne privée à la fiscalité est nettement plus forte que sa réaction aux dépenses courantes. Les résultats ne dénotent pas d'effets de compensation observables de l'épargne vis-à-vis de l'investissement public, en accord avec les arguments avancés plus haut, à moins que le ratio dette/PIB ne soit relativement élevé.

Tableau V.3. Réactions de l'épargne privée à l'orientation budgétaire : effets de composition

Var. dép. : épargne privée (en pourcentage du PBI, définition des comptes nationaux)^a

	Coefficients estimés
Épargne privée	
Différence première retardée	0.11 ** (0.048)
Niveau retardé	-0.26 *** (0.034)
Recettes courantes	
Différence première retardée	-0.81 *** (0.077)
Niveau retardé	-0.21 *** (0.058)
Dépenses courantes	
Différence première retardée	0.37 *** (0.077)
Niveau retardé	0.18 *** (0.041)
Investissement public	
Différence première retardée	-0.10 (0.261)
Niveau retardé	0.10 (0.166)
Investissement public* endettement élevé	
<i>Pour mémoire :</i>	
Effet compensatoire implicite à long terme	
Recettes courantes	-0.81
Dépenses courantes	0.69
Nombre d'observations	256
Nombre d'unités transversales	16
Autocorrélation de second ordre (valeur de <i>p</i>)	0.41

a) Tous les modèles sont estimés à l'aide de l'estimateur MMG d'Arellano-Bond et comprennent un intercept commun ainsi que la série complète des variables de contrôle (non indiqués). Les erreurs types sont indiquées entre parenthèses. La signification statistique aux niveaux de 1, 5 et 10 pour cent est indiquée respectivement par (***), (**) et (*). Les recettes et les dépenses courantes sont corrigées des variations conjoncturelles. L'hypothèse nulle des tests de Sargan de suridentification des restrictions n'est pas rejetée aux niveaux de signification conventionnels.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 74.

*Appendice:***ESTIMATION DE L'EFFET COMPENSATOIRE DE L'ÉPARGNE PRIVÉE**

L'équation (3) du texte principal permet une estimation directe de l'effet compensatoire de l'épargne privée¹¹. L'éventail des variables de contrôle, examinées de façon plus détaillée dans l'encadré V.3, est un élément courant dans les études empiriques ;¹² il comprend le ratio de dépendance économique des personnes âgées, le taux d'intérêt réel, la hausse des prix à la consommation, les variations des termes de l'échange, le ratio de la masse monétaire au sens large (M2) au PIB et le taux de croissance du PIB par habitant.

Plusieurs estimateurs ont été utilisés pour estimer des équations de forme réduite comme l'équation (3), notamment l'estimateur fondé sur la moyenne de groupe agrégée (*pooled mean group*, PMG), qui permet d'intégrer l'hétérogénéité d'un pays à l'autre dans les coefficients, et toute une série d'estimateurs fondés sur la méthode des moments généralisés (MMG), qui prennent en compte la persistance de la dynamique d'épargne et de l'endogénéité conjointe parmi les régresseurs. Quoique séduisante, la possibilité d'une hétérogénéité de pente est sans doute exagérée dans le cas de l'épargne publique, principal paramètre d'intérêt dans cette analyse¹³.

-
11. L'avantage de l'emploi d'une équation d'épargne de forme réduite dans l'analyse empirique réside dans le fait qu'elle permet d'estimer l'effet compensatoire de l'épargne privée avec un large éventail de variables de contrôle. Les modèles structurels, en revanche, présentent l'avantage de tester plus directement les différentes prémisses sur lesquelles reposent divers modèles théoriques, compte tenu des conditions de premier ordre, mais ne permettent pas d'inclure un grand nombre de variables de contrôle. Pour une analyse plus détaillée des atouts et des points faibles de différentes stratégies d'estimation, voir par exemple Haque *et al.* (1999), Elmendorf et Mankiw (1999) et Ricciuti (2003).
 12. Des études empiriques ont également privilégié l'association entre l'épargne publique et la consommation privée, comme Giavazzi et Pagano (1996), ou entre l'épargne publique et l'épargne nationale, comme Giavazzi *et al.* (2000). Parmi les études empiriques antérieures ayant retenu l'épargne privée et non l'épargne nationale comme variable de gauche d'une équation d'épargne de forme réduite, il convient de citer Loayza *et al.* (2000) et de Serres et Pelgrin (2003). L'analyse axée exclusivement sur l'épargne des ménages, et non l'épargne privée ou nationale, comme c'est le cas dans Callen et Thimann (1997), est relativement rare parmi les études empiriques publiées.
 13. Les résultats obtenus en utilisant l'estimateur avec moyenne de groupe agrégée n'indiquent pas que la réaction de l'épargne privée à l'épargne publique diffère sensiblement d'un pays à l'autre (Haque *et al.*, 1999 ; de Serres et Pelgrin, 2003).

Encadré V.3. Équations de l'épargne privée : variables de contrôle conventionnelles

L'ensemble des variables de contrôle comprend des déterminants conventionnels de l'épargne privée, tels que le *ratio de dépendance des personnes âgées*, le *taux d'intérêt réel*, l'*inflation*, des variables muettes de *l'intensification des circuits financiers* (par exemple le ratio crédit/PIB, le ratio M2/PIB, l'écart de taux d'intérêt, etc.), les *variations des termes de l'échange* et le *taux de croissance du PIB par habitant*. Ces variables de contrôle ont été largement utilisées dans les études empiriques fondées sur des équations de forme réduite, notamment par Haque *et al.* (1999) ; Masson *et al.* (1998) ; Loayza *et al.* (2000) et de Serres et Pelgrin (2003).

Le ratio de dépendance des personnes âgées devrait en principe être corrélé négativement avec l'épargne privée par le biais des effets de cycle de vie, mais lorsqu'on utilise les taux d'épargne globale et non les taux d'épargne des ménages, la corrélation peut être affectée par des interactions entre générations, notamment les legs aux cohortes jeunes, qui peuvent réduire l'épargne globale même quand les cohortes âgées ne désépargnent pas. Les effets de l'inflation et du taux d'intérêt réel sont ambigus, car ils dépendent de l'importance des contraintes de crédit et de l'ampleur relative des effets de revenu et de substitution¹. Une inflation plus élevée et/ou en voie d'accélération, érode la valeur réelle de la dette et accroît l'épargne privée, mais décourage aussi la détention d'actifs non indexés sur l'inflation, de sorte qu'il peut être difficile d'identifier un lien direct entre le niveau de la dette publique et l'épargne privée. L'effet de la libéralisation financière, mesuré par la variation de M2, sur l'épargne privée, peut être positif dans la mesure où il en ressort un plus large accès au crédit et à la liquidité, encore que la suppression des contraintes d'allocation des portefeuilles des banques qui accompagne souvent la libéralisation financière puisse entraîner une hausse des taux d'intérêt réels, ce qui encourage l'épargne².

D'autres variables de contrôle peuvent aussi être prises en compte, si l'on en juge d'après des études empiriques récentes. En principe, le patrimoine des ménages devrait affecter les décisions de consommation/d'épargne dans l'optique du revenu permanent. Les données ne sont pas aisément disponibles pour la plupart des pays, mais l'indice des prix des logements et celui des marchés d'actions ont été utilisés ici. L'ampleur et la portée du système de sécurité sociale géré par l'État, dans la mesure où il évince des régimes de substitution privés, qui sont plus susceptibles de favoriser l'épargne privée, pourraient être également prises en compte, mais il est souvent difficile de remédier au manque de données. La distribution du revenu peut aussi être retenue comme variable explicative supplémentaire, étant donné qu'elle permet une plus grande hétérogénéité des consommateurs. Dans la mesure où la distribution du revenu et la distribution de la richesse diffèrent sensiblement l'une de l'autre, les individus les plus pauvres sont moins à même de lisser leur consommation sur leur vie entière, alors que les individus plus aisés lisent leur consommation non seulement tout au long de leur propre vie, mais aussi sur plusieurs générations par le biais des legs³. Dans le même ordre d'idées, les motifs de précaution sont d'importants déterminants de l'épargne, mais les variables muettes quantifiables sont souvent difficiles à obtenir⁴. La productivité pourrait aussi être prise en considération, dans la mesure où elle affecte la croissance du revenu à long terme et, partant, les décisions courantes en matière de consommation/d'investissement, une baisse de la productivité étant susceptible d'entraîner un accroissement de l'épargne.

Les chocs sur les termes de l'échange devraient être corrélés positivement à l'épargne privée dans la mesure où ils sont perçus comme temporaires, par le biais de l'effet de Harberger-Metzler. Les chocs durables ne devraient pas affecter l'épargne privée. En outre, le solde de la balance courante pourrait être retenu comme un déterminant supplémentaire (c'est désormais pratique courante dans les grandes études transversales qui englobent les pays en développement sujets à des contraintes d'emprunts extérieurs) pour évaluer dans quelle mesure l'épargne étrangère évince l'épargne privée intérieure.

1. A partir d'un échantillon de 19 pays de l'OCDE, Perotti (1999) montre que, dans les économies où la contrainte de crédit est plus forte, compte tenu du rapport entre les prêts hypothécaires et la valeur des biens immobiliers, le mécanisme de transmission des chocs de la dépense publique à la consommation privée est moins puissant que dans les économies où les restrictions de crédit sont moins sévères. Masson *et al.* (1998) font également état de corrélations peu robustes entre l'épargne privée et les taux d'intérêt réels.
2. Pozzi *et al.* (2003) n'observent pas de corrélation forte entre la libéralisation financière et la consommation privée dans un échantillon de pays de l'OCDE.
3. On peut aussi faire valoir que la distribution du revenu et de la richesse est affectée par la politique budgétaire dans la mesure où une augmentation de la dette s'accompagne d'une augmentation des paiements d'intérêts, au profit des individus à revenus élevés, qui sont des épargnants nets, de sorte que l'écart se creuse entre les individus dépendants à faibles revenus et les épargnants à revenus élevés. Pour une analyse détaillée, voir Mankiw (2000).
4. Voir Carroll (1997), pour une analyse détaillée du comportement d'épargne régulateur.

Le tableau V.1 (corps du texte) présente les résultats de l'estimation de l'équation (3) pour un échantillon maximum de 16 pays de l'OCDE sur la période 1970-2002. La série de données couvre l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Japon, la Nouvelle-Zélande, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni et la Suède. La sélection des pays s'est faite en fonction de la disponibilité des données. La principale source de données est la base de données du numéro⁷⁴ des *Perspectives économiques de l'OCDE*. Les régressions sont estimées à l'aide de l'estimateur MMG des différences premières d'Arellano-Bond (1991) pour prendre en compte l'inertie du comportement d'épargne et l'endogénéité conjointe des variables explicatives¹⁴. La spécification retenue inclut des variables muettes des effets de patrimoine (indices des marchés d'actions et des prix des logements), en plus des variables de contrôle conventionnelles¹⁵. Les estimations de référence d'un effet compensatoire de l'épargne privée d'environ 50 pour cent dans le court terme et de 70 pour cent dans le long terme sont analysées dans le corps du texte¹⁶. Lorsque les variables de contrôle conventionnelles sont incluses, le test de Sargan de la suridentification des restrictions ne rejette pas l'orthogonalité des instruments et des termes d'erreur, ce qui souligne le caractère approprié des spécifications du modèle. Les tests de corrélation sérielle de premier et de second ordre des termes d'erreur en différences premières confirment aussi l'adéquation des retards des variables explicatives utilisées comme instruments dans les modèles cités.

-
14. Les estimations présentées dans toute l'analyse sont des estimations de premier ordre. Une série de tests de racine unitaire et de co-intégration ont été effectués pour les séries chronologiques individuelles et pour l'échantillon dans son ensemble ; il en ressort que les variables majeures sont non stationnaires. Des tests de co-intégration ont également été réalisés, et montrent qu'il existe une relation de long terme stable entre l'épargne privée et l'épargne publique. Cette spécification de correction d'erreurs est également utilisée par Cotis *et al.* (2004).
15. Au lieu des variables muettes des effets de richesse, on peut utiliser des mesures directes du patrimoine financier net des ménages, mais les données ne sont disponibles que pour un sous-échantillon restreint de pays, comme indiqué au graphique V.5 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Japon, Italie et Royaume-Uni).
16. La réaction compensatoire estimée de l'épargne privée dans le court terme a une plus grande amplitude que ne l'indiquent Loayza *et al.* (2000) pour les pays de l'OCDE (0.1) à partir d'un estimateur MMG comparable, mais est inférieure aux valeurs estimées par Haque *et al.* (1999) et De Serres et Pelgrin (2003) à l'aide d'estimateurs de la moyenne de groupe avec correction d'erreurs (environ 0.9 et 0.7, respectivement), par Masson *et al.* (1998), à l'aide d'un estimateur avec effets fixes statiques (environ 0.8) et par Edwards (1996), pour les pays industriels et les pays en développement, avec un estimateur des variables instrumentales (environ 0.6).

BIBLIOGRAPHIE

- ALESINA, A. et S. ARDAGNA (1998), "Tales of fiscal contractions," *Economic Policy*, n° 27.
- ALESINA, A. et R. PEROTTI (1995), "Fiscal expansions and adjustments in OECD countries," *Economic Policy*, n° 21.
- ALESINA, A., R. PEROTTI et J. TAVARES (1998), "The political economy of fiscal adjustments," *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1998, n° 1.
- ALESINA, A., S. ARDAGNA, R. PEROTTI et F. SCHIANTARELLI (2002), "Fiscal policy, profits, and investment," *American Economic Review*, vol. 92.
- ARELLANO, M. et S.R. BOND (1991), "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *Review of Economic Studies*, vol. 58.
- BARRO, R. (1974), "Are government bonds net wealth?," *Journal of Political Economy*, vol. 82.
- BARRO, R. (1989), "The Ricardian approach to budget deficits," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3.
- BLANCHARD, O. (1990), "Comment on Giavazzi and Pagano (1990)," dans O. Blanchard et S. Fisher (dir. de pub.), *NBER Macroeconomics Annual*.
- CALLEN, T. et C. THIMANN (1997), "Empirical determinants of household saving: evidence from OECD countries", *IMF Working Paper*, n° 97/181.
- CARROLL, C.D. (1997), "Buffer-stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2003), "Les finances publiques dans l'UEM — 2003", n° 3.
- COTIS, J.P., J. COPPEL et L. DE MELLO (2004), "Is the U.S. prone to over-consumption?", presented at the Federal Reserve Bank of Boston Economic Conference on the Macroeconomics of Fiscal Policy, Chatham, Massachusetts, 14-16 juin.
- DE MELLO, L., P.M. KONGSRUD, et R.W.R. PRICE, (2004) "Saving behaviour and the effectiveness of fiscal policy", *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 397.
- DE SERRES, A. et F. PELGRIN (2003), "La baisse des taux d'épargne privée durant les années 1990 dans les pays de l'OCDE : contribution des déterminants autres que la richesse" *Revue économique de l'OCDE*, n° 36.
- EDWARDS, S. (1996), "Why are Latin America's saving rates so low: an international comparative analysis", *Journal of Development Economics*, vol. 51.
- ELMENDOF, D.W. et N.G. MANKIW (1999), "Government debt", dans J.B. Taylor et M. Woodford (dir. de pub.) *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam: North-Holland.

- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (FMI) (2003), "United States of America: Selected Issues", *IMF Country Report*, n° 03/245.
- GALE, W.G. et J. SABELHAUS (1999), "Perspectives on the household saving rate", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1999.
- GIAVAZZI, F. et M. PAGANO (1996), "Non-Keynesian effects of fiscal policy changes: international evidence and Swedish experience," *Swedish Economic Policy Review*, vol. 3.
- GIAVAZZI, F., T. JAPPELLI et M. PAGANO (2000), "Searching for non-linear effects of fiscal policy: evidence from industrial and developing countries," *European Economic Review*, vol. 44.
- HAQUE, N., M.H. PESARAN et S. SHARMA (1999), "Neglected heterogeneity and dynamics in cross-country savings regressions", *IMF Working Paper*, n° 09/128.
- HEMMING, R., M. KELL et S. MAHFOUZ (2002), "The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity - a review of the literature", *IMF Working Paper*, n° 02/208.
- LOAYZA, N., K. SCHMIDT-HEBBEL et L. SERVEN (2000), "What drives private saving across the world?", *Review of Economics and Statistics*, vol. 82.
- MASSON, P.R., T. BAYOUMI et H. SAMIEI, 1998, "International evidence on the determinants of private saving," *The World Bank Economic Review*, vol. 12.
- MANKIW, N.G. (2000), "The savers-spenders theory of fiscal policy," *AEA Papers and Proceedings*, vol. 90.
- McDERMOTT, C.J. et R.F. WESCOTT (1996), "An empirical analysis of fiscal adjustments", *IMF Staff Papers*, vol. 43.
- PEROTTI, R. (1999), "Fiscal policy in good times and bad" *Quarterly Journal of Economics*, vol. 114.
- POZZI, L., F. HEYLEN et M. DOSSCHE (2003), "Government debt and the excess sensitivity of private consumption to current income: an empirical analysis for OECD countries", *Working Papers of Faculty of Economics and Business Administration*, n° 02.155, Université de Gand.
- RICCIUTI, R. (2003), "Assessing Ricardian equivalence", *Journal of Economic Surveys*, vol. 17.
- SEATER, J.J. (1985), "Does government debt matter?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 16.
- SEATER, J.J. (1993), "Ricardian equivalence", *Journal of Economic Literature*, vol. 31.
- ZAGHINI, A. (1999), "The economic policy of fiscal consolidations: the European experience", Banca d'Italia, *Temi di Discussione*, n° 355.