

# Les implications budgétaires de l'union monétaire\*

**Charles Wyplosz,**

*École des hautes études en sciences sociales, INSEAD et CEPR*

*L'unification économique et monétaire de l'Europe a des implications majeures en matière de politique budgétaire. En effet, l'union monétaire étant caractérisée par l'existence d'un taux d'intérêt réel uniforme, les conséquences des politiques budgétaires transiteront, non plus par des ajustements de changes, mais par des variations des niveaux absolus de prix ; l'ensemble des pays membres en supportera les effets sur les taux d'intérêt réels.*

*Dans la mesure où, dès lors qu'il existe des rigidités de prix, il faudra compenser la perte de l'instrument taux de change, il sera nécessaire de coordonner les politiques budgétaires si l'on veut éviter l'instabilité et les actions non coopératives. Mais contrairement aux recommandations du rapport Delors, ceci n'implique pas en général que l'on doive renforcer la « discipline budgétaire » en instaurant des plafonds sur les déficits publics des États membres.*

*Ces aspects, alliés aux risques de concurrence fiscale entre pays et à la généralisation des externalités qui devraient aller de pair avec l'intégration croissante des marchés, plaident en faveur d'une augmentation substantielle du budget communautaire.*

L'un des aspects les plus controversés du rapport Delors (CE, 1989) est la proposition de plafonner les déficits budgétaires nationaux. Une telle mesure témoigne de l'opinion, fréquemment formulée, selon laquelle une union monétaire favorise le manque de discipline budgétaire. Cette opinion ne fait pas l'unanimité. Il est concevable que l'union monétaire devrait inciter au contraire au renforcement de la discipline budgétaire : c'est, par exemple, l'opinion de Eichengreen (1990). L'un des objectifs de cet article est d'explorer cette question, en particulier en étudiant comment sont transmis d'un pays à l'autre les effets des politiques budgétaires en fonction du régime de change.

(\*) Ce texte est une adaptation d'un rapport préparé pour la Commission des Communautés Européennes (DGII). Je remercie les membres de la DGII, en particulier Jean Pisani-Ferry, pour de nombreux commentaires. Cet article fait partie d'un projet de recherche financé par le Commissariat Général du Plan et l'INSEAD. Les opinions exprimées ici sont celles de l'auteur et n'impliquent ni la DGII ni le Commissariat Général du Plan.

Un autre thème, occulté dans le rapport Delors celui-là, concerne le lien entre l'unification monétaire et le niveau (fédéral, national, régional ou municipal) auquel doivent s'exercer les politiques budgétaires. Ce thème avait déjà fait l'objet d'un intérêt marqué lors des discussions du plan Werner (CE, 1970) et avait été traité dans le rapport MacDougall (CE, 1977). Repris et amplifié dans le rapport Padoa-Schioppa (CE, 1986) il a donné naissance au principe de subsidiarité. Ce principe stipule que les actions budgétaires doivent être menées au niveau le plus décentralisé compatible avec les externalités en jeu. Seules seraient du ressort des autorités communautaires les dépenses qui seraient soit inefficaces, soit insuffisamment développées à un niveau inférieur : c'est évidemment le cas des politiques communautaires (marché commun agricole, recherche et coopération scientifique, etc.). Les travaux récents de Bean et associés (1989), Sachs et Sala-i-Martin (1989), Case, Hines et Rosen (1989) identifient cependant de nouvelles externalités qui suggèrent l'intérêt d'une plus large fédéralisation budgétaire. Le second objectif de cet article est de faire le point sur ce sujet, dont l'importance devrait s'accroître au fur et à mesure que se mettra en place l'union économique et monétaire.

Une remarque préliminaire est nécessaire. Le thème traité n'est pas nouveau. Mais l'état des connaissances concernant le rôle et les effets de la politique budgétaire a considérablement évolué ces dernières années. Bien des certitudes se sont effondrées sous la double évolution de la théorie macroéconomique (vers un renforcement des fondements microéconomiques) et de l'économétrie (vers une moins grande tolérance envers des spécifications « souples »). En conséquence, les analystes, aussi bien que les responsables de la politique budgétaire, témoignent aujourd'hui d'une beaucoup plus grande prudence en ce qui concerne le maniement de la politique budgétaire, l'accent étant moins mis sur ses effets stabilisateurs à court terme que sur ses effets structurels. C'est la raison pour laquelle ce texte considère surtout les aspects de long terme de la politique budgétaire. Bien que l'omission — volontaire — des aspects de stabilisation conjoncturelle constitue une limitation importante en soi <sup>(1)</sup>, elle permet de mettre l'accent sur une gamme de préoccupations proche des débats en cours sur la notion de fédéralisme budgétaire.

La section suivante présente un cadre d'analyse. De nature technique, elle prépare la deuxième section qui traite des effets de l'union monétaire sur les politiques budgétaires nationales : la discipline risque-t-elle d'être réduite ou accrue ? La pression à l'harmonisation est-elle inéluctable ? Faut-il modifier les règles budgétaires ou bien adapter la constitution monétaire ? La troisième section aborde un sujet différent, celui d'une fédéralisation des budgets nationaux. Les conclusions sont présentées dans la dernière section.

---

(1) Une analyse centrée sur le court terme et les aspects de coordination des politiques de stabilisation est présentée dans Cohen et Wyplosz (1990a, 1990b).

## Un cadre d'analyse <sup>(2)</sup>

Afin donc de concentrer l'analyse sur le long terme, on suppose que les prix relatifs (et donc les salaires réels) sont flexibles et que l'on est ainsi en situation de plein emploi. Ce qui distingue ici une union monétaire d'un régime tel que le Système monétaire européen (SME), c'est qu'en union monétaire, tout le poids des ajustements de prix relatifs est reporté sur les prix. Par souci de simplicité, on admet qu'il n'y a pas de croissance tendancielle.

La question essentielle, dans ces conditions, concerne l'ajustement à des déséquilibres externes et le lien entre déficit budgétaire et compte courant. Dans les deux cas, un déséquilibre représente un transfert dans le temps des dépenses par rapport aux revenus. Ceci conduit naturellement à mettre l'accent sur les choix d'épargne et la contrainte budgétaire inter-temporelle des agents, publics et privés. Dans ce genre de modèle, il est essentiel d'être clair sur la question de l'équivalence ricardienne : lorsque les agents privés sont décrits comme adoptant un programme optimal de consommation et d'épargne, et doués d'anticipations rationnelles, la manière dont sont financées les dépenses publiques (impôts ou emprunts) est indifférente. Cette proposition ne semble cependant pas correspondre à la réalité <sup>(3)</sup>. Pour éviter cet aspect sans remettre en cause une approche basée sur la rationalité économique, il est pratique d'admettre, en suivant Blanchard (1986), que les agents économiques adoptent un horizon fini — parce qu'à la différence du secteur public, ils sont mortels —, d'où la possibilité que la dette publique ne soit pas entièrement remboursée par les agents actuellement présents. Dans ces conditions, (une part de) la dette publique représente de la richesse privée et le mode de financement des dépenses échappe à l'hypothèse de neutralité ricardienne.

Le modèle sous-jacent a été développé par Frenkel et Razin (1987) ; il permet de séparer l'analyse entre le présent et le futur. Le présent couvre une période assez longue pour que les prix aient le temps de s'ajuster et le plein emploi d'être rétabli. Le futur correspond à l'équilibre stationnaire, c'est-à-dire que toutes les variables de stock (richesse, dette, etc.) sont stabilisées. Le modèle permet d'analyser les différents canaux à travers lesquels les effets de la politique budgétaire sont transmis d'un pays à l'autre.

### Transmission par les taux d'intérêt réels

Ce qui caractérise ici une union monétaire, c'est que les taux d'intérêt nominaux sont identiques partout à l'intérieur de la zone, du

---

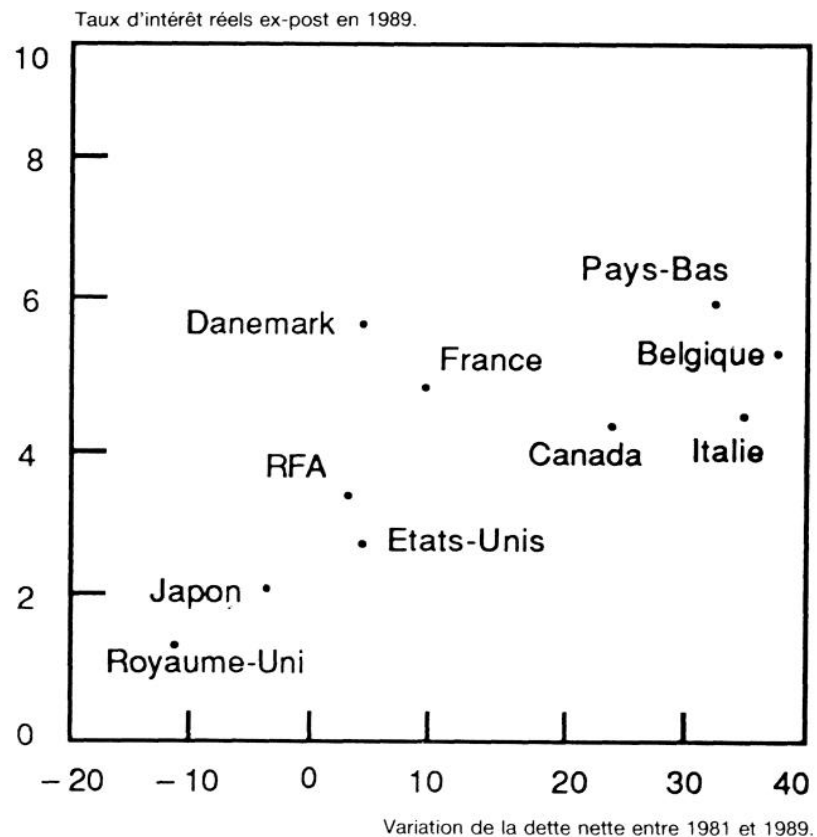
(2) Cette section technique peut être omise sans solution de continuité.

(3) Une revue de la littérature empirique est présentée par Bernheim (1987).

moins pour des actifs d'une même classe. Ceci n'entraîne pas toujours une égalité des taux réels. En effet, une variation des prix relatifs entre deux pays, si elle est anticipée, conduit à des taux d'inflation futurs différents, donc à des taux d'intérêt réels distincts. De telles variations de prix relatifs sont, bien sûr, possibles et sont étudiées ci-dessous. Il ne peut s'agir cependant que de variations occasionnelles, non pas de tendances différentes. Dans ce qui suit, on supposera que de telles variations de prix relatifs sont considérées comme exceptionnelles et ne se produisent que de manière non anticipée. Les taux réels sont alors eux aussi égalisés à l'intérieur de l'union monétaire.

Un premier canal de transmission des politiques budgétaires prend donc la forme de variations de taux d'intérêt réels qui affectent la zone dans son ensemble. Une expansion budgétaire *temporaire* se traduit par une tendance à la hausse des taux d'intérêt réels. Dans la perspective de long terme adoptée ici, cet effet est nécessaire pour maintenir l'équilibre sur le marché des biens et services : l'effet expansionniste de la politique budgétaire doit s'accompagner d'une baisse de la richesse privée, qui peut résulter, pour partie, d'une hausse des prix à politique monétaire inchangée <sup>(4)</sup>.

Figure 1. Dette publique nette et taux d'intérêt réels



Sources : dette, OCDE ; taux d'intérêt, FMI.

(4) Naturellement, il s'agit d'un résultat non keynésien, parce que de longue période. Dans le court terme keynésien, l'effet sur les taux d'intérêt est ambigu, puisque l'offre d'accroît (cf. Sachs et Wyplosz, 1984).

Dans un cadre d'analyse complètement inter-temporel, il n'existe pas d'expansion budgétaire *permanente* puisque la contrainte budgétaire de l'État impose qu'un déficit soit compensé par un surplus ultérieur. Le seul sens que l'on puisse donner à une expansion permanente est le cas d'une hausse simultanée et parallèle des dépenses et des recettes de l'État — un accroissement de la taille du gouvernement. L'effet sur le taux d'intérêt est alors ambigu. Comme dans le cas d'une expansion temporaire, la richesse privée doit baisser. Elle est amputée de (la valeur actualisée de) l'augmentation des impôts et cette réduction peut excéder la baisse de richesse requise pour l'équilibre sur le marché des biens et services, auquel cas les taux d'intérêt réels baissent, alors qu'ils s'élèvent en cas de baisse insuffisante.

Ces résultats théoriques ont fait l'objet de très nombreuses analyses empiriques, parfois très élaborées. Les résultats sont toujours très décevants <sup>(5)</sup>. Une illustration de la situation apparaît sur la figure 1, où sont représentés les dettes publiques *nettes* des pays de l'OCDE (plus précisément leur variation entre 1981 et 1989) et les taux d'intérêt réels *ex-post* en 1989. On a retenu un horizon long qui correspond au cadre d'analyse adopté ici. Bien entendu, les pays considérés n'appartenant pas à une union monétaire, ce qui est observé est simplement la relation entre déficit budgétaire et taux d'intérêt à l'intérieur de chaque pays. Le graphique suggère une relation positive entre dette publique et taux d'intérêt réels. Cette impression visuelle est confirmée par un coefficient de corrélation de 0,68 <sup>(6)</sup>.

### Transmission par les prix relatifs

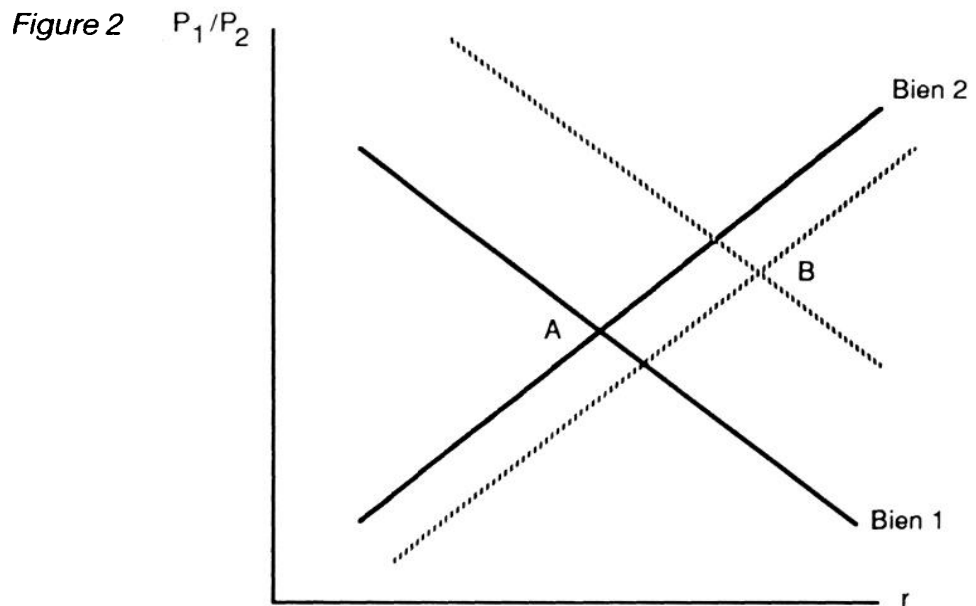
Considérons d'abord le rapport des prix entre deux pays membres d'une union monétaire, chacun des pays ne produisant qu'un seul bien. Une union monétaire impose, nous l'avons vu, un taux d'intérêt réel commun à tous ses membres. La figure 2 présente le rapport entre taux d'intérêt réel de l'union et le prix relatif (le prix du bien produit dans le pays 1 divisé par le prix du bien produit dans le pays 2). Une hausse du taux d'intérêt réel réduit la richesse de l'union et donc la demande pour chaque bien. L'équilibre sur le marché du bien produit par le pays 1 requiert une baisse de son prix relatif, d'où la pente négative de la courbe représentant l'équilibre sur ce marché. Naturellement, la courbe représentant l'équilibre sur le marché du bien produit par le pays 2 a une pente positive. L'intersection des deux courbes décrit la situation de la première période, supposée suffisamment longue pour que le prix relatif ait atteint sa valeur d'équilibre.

Une expansion budgétaire dans le pays 1 élève la demande pour les deux biens. Si l'on suppose que les consommateurs de chaque pays

---

(5) Une étude très complète est celle de Blanchard et Summers (1984).

(6) Il n'y a pas de raison théorique pour justifier le recours à la variation de la dette, plutôt qu'à son niveau. Lorsque c'est le stock de dette qui est considéré, la corrélation



ont une préférence pour le bien produit dans le pays où ils résident — hypothèse de l'« habitat préféré » —, l'accroissement de la demande pour le bien national est plus marqué que celui de la demande pour le bien 2. Le résultat est alors un déplacement du point A vers le point B sur la figure 2 : le taux d'intérêt réel s'élève dans l'union et le pays qui a adopté la politique d'expansion voit ses termes de l'échange (son prix relatif) s'élever.

La même analyse permet de considérer l'effet d'une expansion budgétaire à l'intérieur de la zone sur le prix relatif de l'union vis-à-vis du reste du monde. Si le pays 1 est réinterprété comme représentant l'union dans son ensemble, on obtient le même résultat graphique : une amélioration des termes de l'échange de l'union (une appréciation du taux de change en termes réels), proportionnelle bien sûr à la taille du pays qui, au sein de l'union, a recouru à l'expansion budgétaire (et proportionnelle à l'expansion elle-même). Le canal est cependant différent. Dans le premier cas, la modification des termes de l'échange est obtenue par une modification des prix, dans le second cas par une variation du taux de change nominal externe.

Pour apprécier la validité empirique de ces résultats, l'idéal serait d'observer les politiques budgétaires au sein des unions monétaires existantes. Il ne semble pas y avoir de littérature empirique sur ce sujet. La figure 3 a un objectif plus modeste : elle relie les termes de l'échange de divers pays de l'OCDE (la variation de leur taux de change effectif réel) à la variation de la dette publique nette. La relation n'est pas très nette, ce que confirme une corrélation faible (0,13). Cependant, les régimes de change de ces pays sont très divers. En particulier, les pays membres du SME opèrent sous un régime de changes fixes (et ajustables), sans toutefois être soumis à la condition d'égalité des taux d'intérêt. Si l'on supprime de l'échantillon les pays du SME, la corrélation augmente sensiblement (passant à 0,32). Ce résultat empirique est donc faible, mais il ne contredit pas la conclusion du modèle théorique.

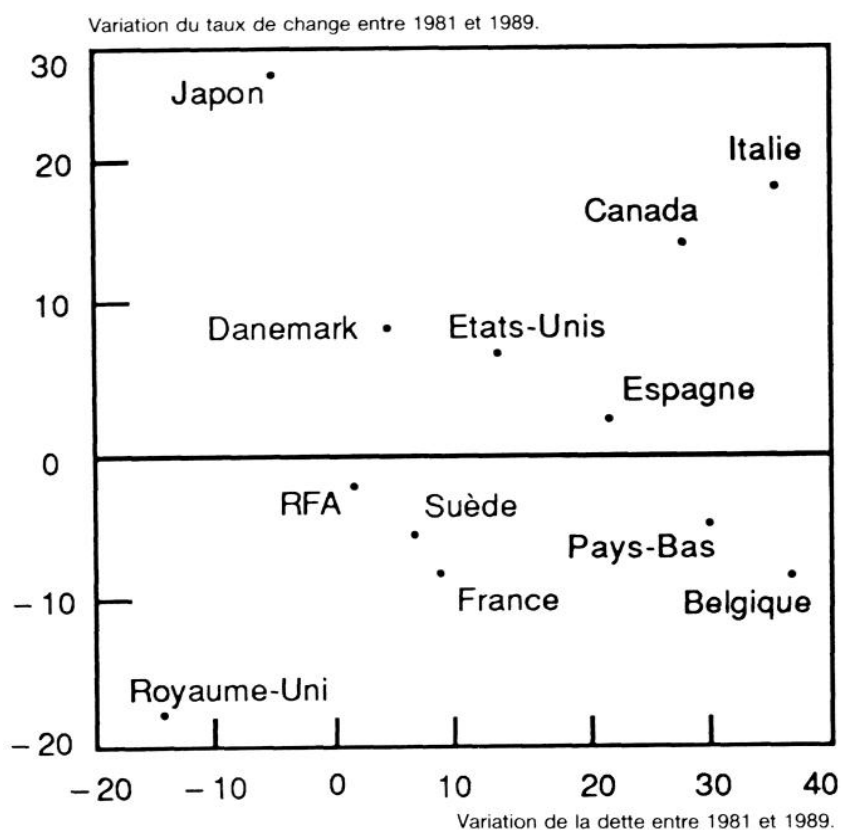


Figure 3. Dette publique nette et taux de change réels

Sources : dette, OCDE ; taux d'intérêt, FMI.

### Dépenses publiques et fiscalité

Une question importante, mais qui s'appuie sur des mécanismes complètement différents, concerne la fourniture de biens et services collectifs, et la fiscalité. Dans quelle mesure l'intégration économique accroît-elle la concurrence entre systèmes nationaux ? Ce problème fait l'objet d'une vaste littérature aux États-Unis. Ainsi Case, Hines et Rosen (1989) analysent et documentent l'effet de « contagion » entre États américains. Deux externalités entrent en jeu : d'une part, si un pays fournit plus de services collectifs, il tend à attirer ménages et entreprises d'autres pays et exerce ainsi sur ses voisins une pression à la hausse des dépenses ; mais d'autre part, une fiscalité moins lourde exerce, sur les autres pays, une pression similaire à la réduction de la pression fiscale. Ces deux effets sont directement liés à la mobilité de la main-d'œuvre et des entreprises. Ils sont bien connus et font l'objet de négociations, explicites ou implicites, dans le cadre de la préparation du grand marché européen.

Ce qui nous intéresse ici, c'est la question de savoir si l'union monétaire renforcera ces externalités, et donc la pression en faveur de l'harmonisation. Le tableau 1 présente une comparaison entre l'Europe, à la fois le noyau ancien de la CE — déjà fortement intégré — et la CE élargie à douze pays, et l'union monétaire que constituent les États-Unis. Sans ambiguïté, l'harmonisation est moins poussée entre pays de

l'OCDE qu'entre les États américains, ce qui tendrait à confirmer l'hypothèse qu'intégration économique et monétaire et harmonisation budgétaire vont de pair. De même, l'harmonisation budgétaire est plus avancée entre les pays du noyau ancien de la CE que dans la CE à douze, de formation plus récente. Cependant, la comparaison entre la CE et les États-Unis aboutit à la conclusion inverse.

Il n'est donc pas aisé d'interpréter ce tableau, de nombreux facteurs pouvant influencer la situation. Par exemple, une plus grande homogénéité des niveaux de revenus peut naturellement rapprocher les systèmes budgétaires et fiscaux et ce, indépendamment de toute intégration économique. Il en va de même en ce qui concerne les critères culturels qui déterminent la vision qu'ont les citoyens du rôle de l'État : ainsi peut-on opposer en Europe une société solidaire en Scandinavie à une société plus individualiste dans le reste du continent.

### 1. Dispersion des dépenses publiques 1987 (% du PNB/PIB)

	moyenne	écart type	minimum	maximum	coefficient de variations
CE-9	45,3	4,8	39,3	53,4	10,7
CE-12	42,8	5,7	35,0	53,4	13,4
USA	—	—	—	—	16,3
Pays de l'OCDE	42,8	8,0	32,2	61,8	18,7

Source : Eichengreen, 1990.

## Union monétaire et discipline budgétaire

### La discipline budgétaire

L'expression « discipline budgétaire » est fréquemment utilisée sans que son contenu ne soit bien clair. En particulier, et contrairement au raisonnement qui sous-tend le rapport Delors, l'existence de déficits ne peut être systématiquement interprétée comme un signe d'indiscipline. Une tentative de clarification est proposée dans cette section, notamment en passant en revue les arguments *économiques* en faveur de déficits, *même permanents* <sup>(7)</sup>.

(7) En ce qui concerne les fluctuations cycliques de court terme — qui ne sont pas abordées ici —, il est bien connu que les budgets publics tendent à être en déficit en période de basse conjoncture. Ceci conduit souvent à formuler une règle, selon laquelle le budget doit être en équilibre sur l'ensemble du cycle. Ce qui suit doit être compris comme une discussion de cette proposition.



Diamond (1956) avait établi le critère d'efficience du stock de capital et montré qu'une économie fonctionnant, par ailleurs, de manière idéale pouvait fort bien demeurer avec un stock de capital suboptimal. La raison de cette situation est que toute accumulation supplémentaire de capital requiert un sacrifice de la part de la génération actuelle, alors que les bénéfices iront à toutes les générations suivantes. En principe, les générations futures pourraient dédommager la génération actuelle tout en demeurant dans une situation préférable ; mais, parce qu'il n'existe pas de mécanisme de marché permettant à de tels transferts inter-générationnels de se produire spontanément, l'équilibre suboptimal se perpétue. Il y a donc là place pour une intervention gouvernementale et Diamond a montré qu'un déficit budgétaire permet d'atteindre la situation optimale.

Un argument différent a été avancé par Lucas et Stokey (1983). Ils font remarquer que la succession de gouvernements d'opinions politiques différentes amène souvent un gouvernement à inverser les orientations fiscales de son prédécesseur. Ce type de changements engendre de l'incertitude et incite le secteur privé à adopter des mesures de précaution qui accroissent l'effet de distorsion associé à la fiscalité en général. Lucas et Stokey montrent qu'un gouvernement peut émettre, sous certaines conditions, une structure de dette et d'actifs qui amènent ses successeurs à ne pas remettre en cause les choix initiaux <sup>(8)</sup>.

Le cas du rationnement du crédit conduit à un autre argument en faveur de l'émission de dette publique. Une littérature importante, suivant le travail de Stiglitz et Weiss (1981), a démontré que les banques, qui ne connaissent qu'imparfaitement la situation des emprunteurs potentiels, sont amenées à refuser du crédit à des emprunteurs de qualité. Le résultat est, là encore, suboptimal pour la collectivité. Dans ces conditions, le gouvernement peut contrecarrer les effets néfastes de ce comportement bancaire en empruntant pour financer la production de biens et services collectifs qui, autrement, seraient acquis par le secteur privé.

De manière générale, il existe un grand nombre de cas où les mécanismes de marché ne peuvent opérer de façon parfaite et pour lesquels une intervention publique, souvent sous la forme de déficit, est souhaitable. La liste est longue (difficultés à protéger la propriété privée, investissements en capital non appropriable — par exemple, le capital humain — etc.), sans qu'il soit possible de déterminer si les sommes en jeu sont triviales ou non.

### **La contrainte budgétaire**

Pour un agent quelconque, public ou privé, la seule véritable contrainte budgétaire est la contrainte inter-temporelle. L'existence de déficits, même prolongés, n'indique absolument pas que cette contrainte

---

(8) Il s'agit là d'un cas d'inconsistance temporelle, phénomène beaucoup plus large qui dépasse le champ de cet article.

soit violée, ce qui serait une indication d'indiscipline. Le seul critère en la matière consiste à déterminer si le service de la dette accumulée peut être assuré par les surplus primaires <sup>(9)</sup> ultérieurs.

Cela revient à examiner la limite inférieure des dépenses publiques futures et la limite supérieure des recettes fiscales à venir. Dans le premier cas, il s'agit de déterminer ce qui sera politiquement acceptable, étant donné les engagements formels déjà pris — par exemple, les pensions de retraite contractuelles, la santé, etc. En ce qui concerne les impôts, la limite est à la fois politique et économique, puisque les distorsions fiscales peuvent devenir contre-productives au-delà d'un certain seuil d'imposition.

Il n'existe aucun moyen de rendre ces critères précis au point d'être opérationnels. Tout au plus peut-on se livrer à un exercice de simulation très simple, présenté dans le tableau 2 : les chiffres indiquent quel déficit un pays peut encourir sans atteindre sa limite de solvabilité. Cette limite, en pourcentage du PNB, dépend du surplus primaire maximum tolérable en régime stationnaire (c'est-à-dire lorsque les paramètres budgétaires sont fixés une fois pour toute en pourcentage du PNB), du taux d'intérêt réel et du taux de croissance de l'économie. Le chiffre retenu pour le taux d'intérêt réel (5 %) est pessimiste. Divers taux de croissance sont admis. En ce qui concerne le surplus maximum tolérable, les trois chiffres retenus vont de 3 % à 10 % et semblent être dans les limites du raisonnable. Le déficit maximum acceptable comprend la dette publique héritée du passé, également évaluée en pourcentage du PNB. Le tableau indique que des montants de l'ordre de 150 % à 250 % ne remettent pas en cause la solvabilité des États.

## 2. Quelques exemples simples de limite de solvabilité (% du PNB)

	Surplus budgétaire primaire maximum tolérable en régime stationnaire					
	3%		5%		10%	
Taux de croissance	0%	3%	0%	3%	0%	3%
Déficit maximum	60%	150%	100%	250%	200%	500%

*Note* : Les calculs supposent un taux d'intérêt réel de 5%. Un déficit ( $g - t$ ) dans la présente période (en % du PNB) requiert en régime stationnaire un surplus primaire ( $T - G$ ) tel que :  $(g - t) < (r - a)$  ( $T - G$ ), où  $r$  est le taux d'intérêt réel et  $a$  le taux de croissance du PNB réel. S'il existe une dette initiale, le déficit maximum doit être interprété comme la somme de cette dette et du déficit de la période en cours.

*Source* : calculs de l'auteur.

(9) Le surplus primaire est la différence entre recettes et dépenses budgétaires, net du service de la dette.

Afin d'apprécier la pertinence de ces chiffres, le tableau 3 présente le niveau correspondant (déficit plus dette publique) pour les pays de la CE. Quelques pays sont proches de la zone limite. Cependant, la plupart d'entre eux ont déjà pris des mesures qui les rapprochent de la zone de sécurité. Ainsi, la plupart des pays membres de la CE ne peuvent être taxés d'indiscipline flagrante, du moins selon le critère de la solvabilité de l'État.

3. Dettes publiques nettes et déficits primaires 1989 (% du PNB)

	dette publique nette	déficit primaire	total
Belgique	122,3	-3,4	119,8
Danemark	20,6	-3,4	17,2
Espagne	29,8	-0,3	29,5
France	24,7	-0,9	23,8
Grèce (a)	76,1	8,7	84,8
Irlande (a)	126,0	-3,8	122,2
Italie	95,0	2,1	97,1
Pays-Bas	56,4	-0,2	56,2
RFA	22,1	-2,3	19,8
Royaume-Uni	28,9	-4,2	24,7

(a) Dette brute ; chiffres difficiles à interpréter.

Source : Perspectives économiques de l'OCDE, décembre 1989.

## L'effet de l'union monétaire

L'analyse présentée dans la section précédente permet de passer en revue ces divers aspects pour considérer l'effet que pourrait avoir une union monétaire sur la discipline budgétaire. Comme on l'a déjà souligné, la caractéristique essentielle, dans l'optique de long terme adoptée ici, est qu'en union monétaire les taux d'intérêt réels sont égaux dans les différents pays membres, tout au moins pour des actifs de la même classe de risque.

- **Externalités :** L'aspect le plus souvent évoqué dans le débat actuel concerne les externalités. C'est pour cette raison qu'une analyse détaillée des canaux d'interdépendance des politiques budgétaires a été présentée dans la section précédente.

Le premier canal concerne le taux d'intérêt réel. Un accroissement du déficit budgétaire dans l'un des membres de l'union impose à ses partenaires une externalité sous la forme d'une hausse des taux (alors qu'en cas de flottement des monnaies ou de changes ajustables, une partie au moins de cet effet peut être absorbé par une appréciation du taux de change du pays dont le déficit augmente). Cette externalité implique que chacun des membres de l'union aura tendance à ignorer le coût imposé à ses partenaires, ce qui se traduira par la mise en œuvre de politiques trop expansionnistes. C'est là la seule justification pour imposer une contrainte à l'indépendance budgétaire.

Un second canal transite par les termes de l'échange à l'intérieur de l'union. Cet effet est renforcé par l'élimination de différentiels de taux d'intérêt. Ses conséquences sont aggravées par le fait que les modifications de prix relatifs ne peuvent opérer à travers des modifications de parité et doivent se traduire par des variations de prix absolus, d'où un risque supplémentaire d'ajustement inefficace par les quantités. Toutefois, cette externalité n'est pas particulièrement liée à une politique budgétaire expansionniste ; elle apparaît dès lors que les orientations diffèrent entre États membres de l'union. La réponse appropriée n'est donc pas une restriction des déficits ou des surplus, mais un renforcement de la coordination budgétaire.

Le troisième canal est celui des termes de l'échange entre l'union dans son ensemble et le reste du monde, qui sont affectés — en même temps que le solde courant de l'union — par toute action budgétaire de l'un des membres de l'union. Il s'agit encore d'une externalité qui requiert davantage de coordination budgétaire, sans cependant mettre l'accent sur le besoin d'adopter des politiques plus restrictives. Sous certaines conditions, c'est en fait l'inverse qui est souhaitable <sup>(10)</sup>.

● **Risque de défaut :** Le cas le plus indiscutable d'indiscipline est celui où la contrainte budgétaire inter-temporelle est menacée. En l'absence de l'option de monétisation de la dette (qui sera abordée plus loin), il n'existe que trois solutions : la première est un défaut, c'est-à-dire une taxe affectant les détenteurs de titres publics ; la deuxième consiste à accroître la fiscalité, présente et future ; la dernière consiste en une réduction des dépenses, présentes et futures, de l'État. Les deux dernières options permettent d'éviter le défaut pur et simple. Si cependant le public ne sait pas à l'avance et avec certitude laquelle de ces solutions sera en définitive retenue, il est en droit d'associer à chacune des trois options une probabilité non nulle.

Dans ces conditions, il est possible de démontrer que la richesse privée, définie comme l'*espérance* actualisée des revenus futurs, diminue. La raison est évidente : les deux premières options conduisent à une réduction des revenus futurs nets d'impôts. Le résultat est une baisse de la consommation et donc de la demande interne. Dans l'optique de long terme adoptée ici, l'équilibre sur le marché des biens nécessite une *baisse* du taux d'intérêt et une détérioration des termes

---

(10) Ce point est développé en détail dans Cohen et Wyplosz (1990a).

de l'échange. Ces deux canaux affectent d'abord le pays en question, bien sûr, mais aussi le reste de l'union, proportionnellement à la taille du pays en question (voir la section précédente).

Ce résultat est obtenu sous l'hypothèse, implicite mais peu raisonnable en l'occurrence, qu'il n'existe pas d'actifs privés. Si au contraire, on admet l'existence d'actifs privés, leur rentabilité n'est pas directement affectée, pourvu qu'il n'y ait aucun risque de taxation de ces capitaux. Dans ce cas, les taux d'intérêt sur la dette publique doivent s'accroître pour offrir une prime de risque correspondant à la possibilité d'une annulation, ne serait-ce que partielle, de la dette. La rentabilité des actifs privés est cependant affectée, indirectement, par le même mécanisme que le raisonnement précédent. Le résultat final est donc une baisse des taux d'intérêt privés et une hausse des taux publics.

En économie ouverte, la situation est modifiée et apparaît alors le rôle spécifique de l'union monétaire. Dans ce cas, le taux d'intérêt *privé* ne peut baisser beaucoup, puisqu'il est lié au taux dans l'ensemble de l'union. En conséquence, l'essentiel de l'ajustement s'opère suivant l'autre canal, celui des termes de l'échange.

La conclusion est donc que la formation d'une union monétaire introduit deux effets principaux. La difficulté de pratiquer, dans l'un des pays membres, des taux d'imposition très différents de ceux en vigueur ailleurs accroît le risque de défaut et donc la prime de risque sur les taux publics. Deuxièmement, les termes de l'échange se dégradent plus fortement. Dans les deux cas, la situation est plus difficile pour le gouvernement. Il est probable que cela implique une plus grande attention portée à la contrainte de budget, et donc davantage de discipline budgétaire.

● **Monétisation de la dette** : Il est toujours possible de rétablir une situation difficile, en termes de contrainte budgétaire, en ayant recours à l'inflation. En fait, c'est là la solution la plus communément adoptée. L'appartenance à une union monétaire peut modifier radicalement cette situation, mais cela dépend de la constitution monétaire de l'union.

Si des banques centrales indépendantes continuent à coexister, il est clairement établi qu'il n'existe pas alors d'équilibre monétaire. Il est dans l'intérêt individuel de chaque banque centrale d'émettre de la monnaie en grandes quantités, escomptant que les autres banques centrales absorberont les liquidités excessives ainsi créées. Ce processus (du type « passager clandestin ») ne peut être stabilisé, puisque les incitations sont les mêmes pour chacune des banques centrales. Le résultat est une quasi disparition de la contrainte budgétaire <sup>(11)</sup>.

Il convient de noter que ce n'est pas l'union monétaire en soi qui est source d'indiscipline. La proposition, contenue dans le plan Delors, d'établir des plafonds pour les déficits budgétaires devient ainsi compréhensible. Cependant, cette approche ne résoud pas le problème

---

(11) C'est précisément cet aspect qui rend la phase 2 du plan Delors extrêmement instable.

fondamental de l'instabilité monétaire. Il existe, en fait, une solution en tous points supérieure. Elle consiste à établir des règles précises de création monétaire ou, mieux encore, à ne conserver qu'une seule banque centrale. Dès lors, le risque de monétisation disparaît et avec lui la question de l'indiscipline budgétaire.

● **Contraintes entre gouvernements successifs** : Si l'union monétaire restreint la possibilité de monétisation, comme suggéré ci-dessus, la nécessité pour un gouvernement, évoquée précédemment, de limiter la marge de manœuvre de ses successeurs s'atténue. De ce fait, l'union monétaire apparaît comme une source de stabilité budgétaire.

● **Fiscalité** : L'un des aspects les plus inquiétants de l'intégration économique et monétaire est le risque d'une concurrence, à la baisse, entre fiscalités nationales, concurrence d'autant plus vive que l'objet taxé est plus mobile. La libéralisation des mouvements de capitaux, effective depuis le 1<sup>er</sup> juillet 1990, représente un élément important de cette problématique. Un accord communautaire pourrait apparaître comme la réponse appropriée. C'est ignorer que les capitaux peuvent se déplacer vers des pays qui n'appartiennent pas à la CE. La seule solution est un accord mondial, ce qui ne s'est jamais fait. L'union monétaire peut cependant modifier la situation : l'émergence d'une nouvelle zone monétaire de taille considérable, alliée avec l'autre zone majeure — les États-Unis — pourrait permettre d'exercer une action plus crédible auprès des paradis fiscaux qui jouent le rôle de « passagers clandestins » de la finance internationale. En l'absence d'un tel accord, la pression à la baisse de la fiscalité sur les capitaux est sérieuse et pourrait contribuer à compromettre des équilibres budgétaires fragiles ou contraindre à une réduction des dépenses publiques.

## Vers une politique budgétaire fédérale ?

### Compenser l'absence de politique du change

Il est généralement admis que la perte d'un instrument — ici la politique du change — accroît l'importance des instruments restants — ici la politique budgétaire. Afin d'aborder cette question, il est utile de rappeler brièvement les fonctions accomplies par le taux de change : il permet de modifier immédiatement les prix relatifs, ceux des biens et services comme ceux des actifs financiers ; les prix de ces derniers étant parfaitement flexibles, c'est la rigidité des premiers qui rend coûteux le renoncement au maniement du taux de change.

Deux observations importantes doivent cependant être faites : premièrement, ce coût est transitoire puisque la rigidité des prix n'est qu'un phénomène temporaire<sup>(12)</sup> ; deuxièmement, le taux de change

---

(12) Cette section adopte donc un horizon plus court que ce qui précède : en fait, il s'agit ici d'un horizon keynésien.

n'est pas un bon substitut à la flexibilité des prix, puisqu'il affecte simultanément un grand nombre de prix relatifs qui ne doivent pas tous nécessairement changer, ou pas tous de la même manière.

En principe, il existe toujours une combinaison de taxes et subventions qui permette d'affecter les prix relatifs de la manière que l'on souhaite. Cependant, de telles actions sont explicitement exclues par les règles communautaires. Seule la politique budgétaire globale est disponible et elle constitue clairement un très mauvais substitut. Il s'ensuit que l'union monétaire va accroître le rôle des prix et aggraver le coût associé à leur rigidité. Or, celle-ci est asymétrique : la rigidité à la baisse — en cas de demande insuffisante — est en pratique plus importante que la rigidité à la hausse. Ainsi, l'union monétaire risque d'exacerber les fluctuations de *quantités* à la baisse par rapport aux fluctuations à la hausse, d'où le risque accru de récessions et un rôle plus net pour des politiques budgétaires expansionnistes <sup>(13)</sup>.

### Principes du fédéralisme budgétaire

Lorsque cette observation est associée aux conclusions de la section précédente, qui aboutissent à un besoin accru de coordination en matière budgétaire, on obtient l'un des aspects les plus surprenants des conséquences de l'union monétaire. En effet, dans la mesure où les actions de stabilisation budgétaire deviendront plus nécessaires, il apparaît naturel de les coordonner à l'échelon fédéral. Si nous avons tenu à justifier ce besoin en termes d'externalités, c'est que cet argument fournit une raison pour des interventions publiques et passe ainsi le test du principe de subsidiarité.

Ce glissement vers un budget fédéral inquiète à plus d'un titre. Sans prétendre traiter complètement un sujet aussi complexe, un certain nombre de principes peuvent être dégagés.

- Le développement d'un budget fédéral doit être explicitement justifié sur la base des coûts imposés par la création de l'union monétaire.
- Il est essentiel de reconnaître explicitement qu'il s'agit de dédommager les agents économiques (ménages, entreprises) affectés par l'existence de l'union monétaire. Les transferts d'État à État ne constituent pas une réponse appropriée et sont susceptibles de capture par les groupes de pression les mieux organisés, qui ne sont pas nécessairement les agents les plus touchés.
- Il s'agit avant tout de dédommager les agents pour des pertes imprévisibles. Le mécanisme correspondant doit donc s'apparenter à un système d'assurance contre les coûts de l'union monétaire au niveau de l'union dans son ensemble.

---

(13) Il est concevable que le changement de régime provoqué par la création d'une union monétaire se traduise par une moindre rigidité des prix et des salaires à la baisse. C'est du moins ce que suggèrent nombre de modèles de détermination des prix et des salaires.

- Comme tout fonds d'assurance, ce système ne doit pas nécessairement avoir un budget équilibré chaque année. Il doit simplement satisfaire sa contrainte de budget inter-temporelle, de manière à être solvable.

- Tout système d'assurance doit faire face à un problème de hasard moral : les bénéficiaires potentiels ne doivent pas être incités à chercher à accroître les transferts qu'ils peuvent espérer recevoir. Heureusement, il existe dans les pays de la CE divers organismes d'assurance (chômage, retraite, santé) qui ont développé une expertise dans ce domaine. Il est parfaitement envisageable de les utiliser pour la mise en place du système d'assurance communautaire.

### **La taille du budget fédéral**

L'évolution vers un budget fédéral est inéluctable si l'union monétaire doit demeurer une organisation stable. En effet, lorsque se produiront inévitablement des chocs négatifs ici ou là, il est essentiel d'éviter que ne se développe une situation telle qu'un pays membre ne conclue que les coûts de l'union excèdent les bénéfices. Cependant, il n'est pas indispensable que la mise en place de ce système se fasse de concert avec la création de l'union monétaire, ne serait-ce que parce que sa taille représente une modification fondamentale des structures communautaires.

Les expériences et comparaisons internationales permettent d'aborder la question de la taille du budget fédéral <sup>(14)</sup>. Le tableau 4 présente la situation budgétaire dans les divers pays de l'OCDE. Il fait ressortir deux éléments essentiels. Premièrement, même dans les pays les moins centralisés, les dépenses des administrations centrales représentent au moins 30 % du PNB. Deuxièmement, entre 1960 et 1987, les dépenses collectives se sont partout accrues ; en règle générale, ce sont les dépenses des administrations centrales qui se sont accrues le plus fortement. La situation de la CE, avec un budget « fédéral » inférieur à 2 % du PNB de l'ensemble de la zone, montre clairement qu'au niveau communautaire, nous ne disposons aujourd'hui que d'un embryon de budget fédéral.

Le rôle de ces budgets fédéraux est illustré par l'étude récente de Sachs et Sala-i-Martin (1989). Ils observent qu'aux États-Unis, lorsqu'une région fiscale voit son PNB réel baisser à la suite d'un choc négatif, les transferts fédéraux compensent 40 % de cette perte, grâce essentiellement à la progressivité de l'impôt sur le revenu. Ces transferts représentent environ 2 % du PNB et en moyenne 20 % du budget des États de l'union. Ce chiffre suggère qu'un doublement du budget communautaire pourrait suffire. Mais, du fait de la faible mobilité de la main-d'œuvre — qui joue un rôle d'ajustement beaucoup plus important aux États-Unis que ce ne peut être le cas en Europe —, les besoins sont sensiblement supérieurs.

---

(14) Ce qui suit est développé par Eichengreen (1990).



4. Dépenses publiques dans les pays de l'OCDE (% du PNB/PIB)

	1960		1987	
	Gouvernement		Gouvernement	
	central	autre	central	autre
Autriche	34,4	8,6	47,7	1,5
Belgique	27,8	3,5	46,6	5,4
Canada	25,7	14,01	39,5	30,4
Espagne	18,5	1,6	35,0	7,3
Etats-Unis	26,3	8,8	32,2	13,3
Finlande	29,7	9,7	39,8	17,2
France	34,5	4,0	49,3	8,0
Grèce	21,1	3,9	38,0	5,2
Irlande	35,3	9,4	43,1	12,7
Italie	28,4	5,3	39,3	12,1
Japon	20,6	9,4	33,2	13,4
Norvège	48,7	15,5	53,7	16,9
Pays-Bas	42,0	12,1	53,4	16,8
Portugal	30,5	1,5	17,6	1,9
RFA	35,0	14,2	44,4	16,9
Royaume-Uni	29,9	7,0	41,3	10,9
Suède	46,6	18,7	61,8	23,6
Suisse	23,3	11,4	34,6	18,2

Source : OCDE.

## Conclusion

La création d'une union monétaire affectera de nombreuses manières les politiques budgétaires. Jusqu'à présent, la réflexion officielle semble organisée autour du rapport Delors et de la proposition de limiter les déficits budgétaires nationaux. En fait, il n'existe que peu d'arguments économiques en faveur de telles limites, tandis que de nombreux arguments vont dans le sens inverse. Ce qui semble nécessaire, c'est un renforcement de la coordination entre États membres.

Or la coordination budgétaire est un exercice particulièrement difficile à organiser. Pour cette raison et parce qu'un système d'assurance communautaire est nécessaire pour compenser la perte de l'instrument de change, la meilleure solution est de s'orienter vers la mise en place d'un véritable budget fédéral. Il s'agit évidemment là d'une orientation de long terme qui ne manquera pas de soulever de nombreuses difficultés : difficultés de nature économique tout d'abord, qui requièrent qu'un certain nombre de principes clairs soient énoncés et mis en œuvre ; difficultés politiques également, qui concernent la vision que se font les uns et les autres de l'Europe intégrée, et qui soulèvent la question du contrôle démocratique d'un budget de taille notablement accrue.

## Références bibliographiques

- BEAN, Charles, Edmond MALINVAUD, Peter BERNHOLZ, Francesco GIAVAZZI et Charles WYPLOSZ, 1990 : « Policies for 1992, The Transition and After », *CEPS Paper* N° 42.
- BERNHEIM, B. DOUGLAS, 1987 : « Ricardian Equivalence » : An Evaluation of Theory and Evidence », *NBER Macroeconomic Annuals*, pp. 263-316.
- BISHOP, Graham, 1989 :
- BLANCHARD, Olivier, 1986 : « Debts, Deficits and Finite Horizons », *Journal of Political Economy*, avril, pp. 223-47.
- BLANCHARD, Olivier, et Lawrence SUMMERS, 1984 : « Perspectives on High Real Interest Rates », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, automne.
- CASE, Anne, James R. HINES, Jr. et Harvey ROSEN, 1989 : « Copycatting : Fiscal Policies of States and their Neighbors », *NBER Working Paper* n° 3032, juillet.
- CE, 1970 : *Rapport sur l'union économique et monétaire*, « rapport Werner », Bruxelles, CE.
- CE, 1977 : *Rapport du groupe de réflexion sur le rôle des finances publiques dans l'intégration européenne*, « rapport MacDougall », Luxembourg, BPOCE.

- CE, 1986 : *Efficacité, stabilité et équité*, « rapport Padoa-Schioppa », Luxembourg, BPOCE.
- CE, 1989 : *Rapport on Economic and Monetary Union in the European Community*, « rapport Delors », Luxembourg, BPOCE.
- COHEN, Daniel, et Charles WYPLOSZ, 1990a : « Price and Trade Effects of Exchange Rate Fluctuations and the Design of Policy Coordination », miméo, avril.
- COHEN, Daniel, et Charles WYPLOSZ, 1990b : « France and Germany in the EMS : the External Constraint », miméo, juillet.
- DIAMOND, Peter, 1956 : « National Debt in a Neoclassical Growth Model », *American Economic Review*.
- EICHENGREEN, Barry, 1990 : « One Money for Europe ? Lessons from the U.S. Currency Union », *Economic Policy*, 10, avril.
- FRENKEL, Jacob, et Assaf RAZIN, 1987 : *Fiscal Policies and the World Economy*, MIT Press.
- LUCAS, Robert, et Nancy Stokey, 1983 : « Optimal Monetary and Fiscal Policy in an Economy without Capital », *Journal of Monetary Economics*, 12, juillet, pp. 55-93.
- SACHS, Jeffrey, et Xavier SALA-I-MARTIN, 1989 : « Federal Fiscal Policy and Optimum Currency Areas », miméo, Harvard University.
- SACHS, Jeffrey, et Charles WYPLOSZ, 1984 : « La politique budgétaire et le taux de change réel », *Annales de l'INSEE*, 53, mai-juin, pp. 63-92.
- STIGLITZ, Joseph, et Andrew WEISS, 1981 : « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, juin.