



UEM OU POLITIQUE DE L'AUTRUCHE ? LES CANDIDATS À L'UE(M) FACE AUX QUESTIONS DE POLITIQUES BUDGÉTAIRE ET MONÉTAIRE

WILLEM H. BUITER *

Cet article analyse certaines problématiques budgétaires, financières et monétaires auxquelles sont confrontés les pays candidats à l'adhésion à l'UE (l'Union européenne) et à l'UEM (l'Union économique et monétaire). Néanmoins, certaines questions soulevées ici sont d'une portée encore plus large. C'est notamment vrai des interrogations exprimées au sujet de la mise en œuvre de l'indépendance de la Banque centrale dans un ensemble de cas.

Une idée centrale de cet article - selon laquelle politiques monétaire et budgétaire sont inextricablement interdépendantes - est vraie de tout pays (ou groupe de pays), dont la Banque centrale peut être appelée à agir en tant que prêteur en dernier ressort et le ministère des Finances appelé à recapitaliser la Banque centrale. Cette idée vaut également pour tout pays faisant face à, ou craignant, une déflation non souhaitée et l'apparition de la « limite zéro » (*zero bound*) sur les taux d'intérêt nominaux.

Permettez-moi d'insister sur ce point : le présent rapport ne se veut pas être une attaque contre l'indépendance opérationnelle des Banques centrales. Je suis convaincu du bien-fondé d'une Banque centrale indépendante sur le plan opérationnel, pour autant que cette indépendance ne se traduise pas par une mauvaise communication, un manque

* Économiste en Chef, Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement (BERD), CEPR et NBER. Les idées et opinions exprimées ici sont celles de l'auteur. Elles ne représentent pas les idées et opinions de la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement. Une version antérieure de ce papier a servi de support à la Conférence annuelle de l'IFS, qui s'est tenue le 30 juin 2003, à l'Institut for Fiscal Studies (Institut des études de politique budgétaire), Londres.

de coopération et une absence de coordination entre la Banque centrale et le ministère des Finances. Pour des raisons qui ne sont pas très bien appréhendées, l'indépendance opérationnelle de la Banque centrale peut agir comme l'instrument d'un engagement rendant possible la conception et la mise en œuvre de politiques monétaire et budgétaire plus cohérentes à long terme que ce ne serait le cas en l'absence d'indépendance, en particulier lorsqu'une inflation excessive est le problème macroéconomique dominant¹. Néanmoins, lorsque la communication, la coopération et la coordination entre Banque centrale et ministère des Finances font face à de sérieux obstacles, l'indépendance de la Banque centrale peut être plus préjudiciable que bénéfique.

LE PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

Les notations suivantes sont utilisées :

B désigne le stock de la dette publique portant intérêt nominal, détenu en dehors de la Banque centrale, avec un taux d'intérêt nominal i ; D désigne le stock de la dette publique détenu par la Banque centrale ; le stock total de la dette publique portant intérêt est $B^g = B + D$; R^* désigne le stock de réserves de change officielles, avec un taux d'intérêt nominal i^* ; G désigne les dépenses réelles des administrations publiques en biens et services actuels et sous forme de transferts et subventions ; T^p désigne la valeur réelle des impôts versés par le secteur privé domestique aux administrations publiques ; T^{cb} désigne la valeur réelle des impôts payés par la Banque centrale aux administrations publiques ; $T^g = T^p + T^{cb}$ désigne la valeur réelle des recettes fiscales totales des administrations publiques ; H désigne la valeur réelle des transferts effectués par la Banque centrale au secteur privé (*helicopter drop*) ; $T = T^p - H$ désigne le montant total d'impôts perçus par l'État, c'est-à-dire les administrations publiques et la Banque centrale regroupées ; P désigne le niveau général des prix et $\pi_t = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1$ est le taux d'inflation ;

E est le taux de change nominal au comptant (le prix des devises étrangères en monnaie domestique) ; Y est le PIB réel et $n_t = \frac{Y_t}{Y_{t-1}} - 1$ le taux de croissance du PIB réel ; le taux d'intérêt réel domestique, r , est défini par $1 + r_t = \frac{1 + i_t}{1 + \pi_t}$; M est le stock nominal de monnaie de base ;

l'opérateur différentiel en amont est Δ , c'est-à-dire $\Delta M_t = M_t - M_{t-1}$. Tous les stocks d'actifs s'entendent « fin de période ». Nous définissons également les stocks et flux suivants comme des ratios sur le PIB de la

période : $b_t^g = \frac{B_t^g}{P_t Y_t}$; $g = \frac{G}{Y}$; $\tau^g = \frac{T^g}{Y}$; la part du déficit financier des administrations publiques dans le PIB est δ ; l'excédent budgétaire primaire (hors intérêt) des administrations publiques en pourcentage du PIB est $\sigma = \tau^g - g$.

Tous les États membres de l'UE - pas uniquement les États membres de l'UEM et États membres de l'UEM potentiels - sont tenus de satisfaire au critère du Pacte de Stabilité et de Croissance selon lequel, à moyen terme, le budget des administrations publiques doit être proche de l'équilibre ou en excédent. La quantification de notions telles que « moyen terme » et « proche de » est, bien entendu, sujette à interprétation et à négociation. Pour les candidats actuels et futurs à l'adhésion, l'entrée dans l'UEM fait partie de « l'acquis ». Il n'y aura plus de clauses d'exemption (*opt-outs*) du type de celles obtenues par le Royaume-Uni et le Danemark. Lorsque ces pays auront rejoint l'UE, ils obtiendront une dérogation de participation à l'euro-système jusqu'à ce que toutes les conditions d'adhésion pleine et entière à l'UEM soient remplies. Parmi ces conditions, on trouve les seuils de déficit et de dette publique fixés par le Traité de Maastricht.

Les contraintes budgétaires et financières imposées par le Pacte de Stabilité et de Croissance et le Traité de Maastricht sont définies sous forme de ratios du déficit budgétaire des administrations publiques sur le PIB, δ , et de dette publique brute sur le PIB. Dans ce qui suit, pour plus de simplicité, je fais l'hypothèse que les administrations publiques n'ont pas d'actifs financiers, de sorte que les ratios de dettes financières brutes et nettes sur le PIB, b_t^g , sont identiques. Les grandeurs ajustées sur le cycle ou à « moyen terme » sont dénotées par des tildes. Les grandeurs permanentes, définies ci-dessous, sont dénotées par des barres.

Le critère « proche de l'équilibre ou en excédent » à moyen terme peut être formulé comme suit :

$$\tilde{\delta}_t = \tilde{g}_t - \tilde{\tau}_t + \frac{i_t}{(1+n_t)(1+\pi_t)} b_{t-1} \leq 0 \quad (1)$$

J'y ferai référence en tant que « règle du quasi-équilibre ou de l'excédent ». S'agissant du déficit, le critère de Maastricht d'adhésion à l'UEM impose un déficit budgétaire inférieur à 3% du PIB (sauf en cas de circonstances exceptionnelles, y compris une récession grave). J'y ferai référence en tant que « règle des 3 % », c'est-à-dire,

$$\delta < 0,03 \quad (2)$$

S'agissant de la dette, le critère de Maastricht d'appartenance à

l'UEM impose une dette (brute) des administrations publiques inférieure à 60 % du PIB annuel, c'est-à-dire,

$$b^g < 0,60 \quad (3)$$

J'y ferai référence en tant que « règle des 60 % ».

L'identité du budget public permet d'obtenir l'équation suivante pour l'évolution de la dette publique nette exprimée en pourcentage du PIB :

$$\begin{aligned} b_t^g &= g_t - \tau_t^g + \left(\frac{1 + r_t}{1 + n_t} \right) b_{t-1}^g = -\sigma_t + \left(\frac{1 + r_t}{1 + n_t} \right) b_{t-1}^g \\ &= \delta_t + \frac{1}{(1 + n_t)(1 + \pi_t)} b_{t-1}^g \end{aligned} \quad (4)$$

L'État est solvable, ou encore son programme budgétaire et financier est soutenable, si l'encours de la dette n'est pas supérieur à la valeur actualisée des excédents primaires (hors intérêts) actuels et futurs, c'est-à-dire si la contrainte budgétaire inter-temporelle des administrations publiques définie en (5) est respectée :

$$b_{t-1}^g \leq \sum_{j=t}^{\infty} \prod_{s=t}^j \left(\frac{1 + n_s}{1 + r_s} \right) \sigma_t \quad (5)$$

Je définis le taux d'actualisation permanent, ou la différence permanente entre taux d'intérêt réel et taux de croissance du PIB réel, $\frac{\bar{r} - \bar{n}}{1 - \bar{n}}$, comme suit :

$$\frac{\bar{r} - \bar{n}}{1 - \bar{n}} = \left[\sum_{j=t}^{\infty} \prod_{s=t}^j \left(\frac{1 + n_s}{1 + r_s} \right) \right]^{-1} \quad (6)$$

Le taux d'actualisation peut être interprété comme le taux d'intérêt réel moyen à long terme moins le taux de croissance réel moyen à long terme du PIB.

Pour toute variable de flux, exprimée en pourcentage du PIB, par exemple σ , nous définissons sa valeur permanente, $\bar{\sigma}$, comme la valeur constante de la variable dont la valeur actualisée (le taux d'actualisation étant considéré comme le taux d'intérêt réel moins le taux de croissance du PIB réel) est égale à la valeur actualisée des valeurs futures planifiées ou prévues de la variable.

Par exemple :

$$\bar{\sigma} = \left(\frac{\bar{r} - \bar{n}}{1 + \bar{n}} \right) \sum_{j=t}^{\infty} \prod_{s=t}^j \left(\frac{1 + n_s}{1 + r_s} \right) \sigma_s \quad (7)$$

La contrainte de solvabilité des administrations publiques, définie en (5), peut maintenant être reformulée de manière compacte comme suit :

$$b_{t-1}^g \leq \frac{\bar{\tau}^g - \bar{g}}{\left(\frac{\bar{r} - \bar{n}}{1 + \bar{n}} \right)} = \frac{\bar{\sigma}}{\left(\frac{\bar{r} - \bar{n}}{1 + \bar{n}} \right)} \quad (8)$$

Les administrations publiques sont solvables si l'encours de leur dette (en pourcentage du PIB) n'excède pas leur excédent primaire permanent (en pourcentage du PIB) divisé par leur taux d'actualisation permanent, c'est-à-dire divisé par le taux d'intérêt réel permanent moins le taux de croissance permanent du PIB réel.

Je vais à présent effectuer une comparaison entre une règle raisonnable et plutôt simple en matière budgétaire et financière, la règle dite d'équilibre permanent proposée par Buiter et Grafe (2003a, b), et les règles budgétaires du Pacte de Stabilité et de Croissance et de Maastricht (voir aussi Buiter, 2003a, b).

La règle d'équilibre permanent est une règle de lissage fiscal. La part des recettes fiscales des administrations publiques dans le PIB, τ_t^g , est maintenue constante à la valeur la plus faible garantissant la solvabilité des administrations publiques ou le respect de leur contrainte budgétaire inter-temporelle ; en d'autres termes, le poids réel des impôts dans le PIB est maintenu à la valeur permanente strictement nécessaire pour satisfaire le critère défini en (5) ou (8) à l'égalité, c'est-à-dire,

$$\tau_t^g = \bar{\tau}^g = \bar{g} + \left(\frac{\bar{r} - \bar{n}}{1 + \bar{n}} \right) b_{t-1}^g \quad (9)$$

Dans le cadre de la règle d'équilibre permanent, le déficit public, exprimé en pourcentage du PIB, est déterminé comme suit :

$$\delta_t = \left(\frac{(1 + \pi_t)(1 + n_t) - 1}{(1 + \pi_t)(1 + n_t)} \right) b_{t-1}^g + g_t - \bar{g} + \left(\frac{r_t - n_t}{1 + n_t} - \left(\frac{\bar{r} - \bar{n}}{1 + \bar{n}} \right) \right) b_{t-1}^g \quad (10)$$

Dans le cadre de la règle d'équilibre permanent, le déficit admis, en pourcentage du PIB, est la somme des éléments suivants. Premièrement, la réduction du ratio dette/PIB provoquée par la croissance des recettes

nominales, $\left(\frac{(1 + \pi_t)(1 + n_t) - 1}{(1 + \pi_t)(1 + n_t)} \right) b_{t-1}^g$; deuxièmement, l'excédent des dépenses publiques totales courantes (consommation, investissements et transferts) par rapport aux dépenses publiques permanentes, $g - \bar{g}$; troisièmement, l'excédent des paiements d'intérêts actuels par rapport à leur niveau permanent, $\left(\frac{r_t - n_t}{1 + n_t} - \left(\frac{\bar{r} - \bar{n}}{1 + \bar{n}} \right) \right) b_{t-1}^g$.

La soutenabilité budgétaire et financière et la stabilité macroéconomique sont les objectifs déclarés des règles budgétaires et financières du Pacte de Stabilité et de Croissance et de la Règle d'équilibre permanent. Dans quelle mesure leur conception reflète-t-elle bien ces objectifs ?

En effectuant une comparaison entre les règles budgétaires et financières du Pacte de Stabilité et de Croissance définies en (1), (2) et (3), et le déficit admis dans le cadre de la Règle d'équilibre permanent définie en (10), il est possible de relever les différences suivantes :

1- Étant donné que la Règle d'équilibre permanent autorise un écart des dépenses publiques actuelles par rapport aux dépenses publiques permanentes, elle autorise le jeu des stabilisateurs automatiques, et ce, de manière symétrique. La règle du quasi-équilibre ou de l'excédent édictée par le Pacte de Stabilité et de Croissance (équation (1)) ne laisse jouer les stabilisateurs budgétaires automatiques que si la règle des 3 % et la règle des 60 % n'ont pas à être respectées. La conduite de l'économie en moyenne à un niveau de déficit budgétaire suffisamment bas pour réduire à un niveau acceptable le risque d'atteindre le plafond de déficit de 3 % du PIB, est susceptible d'induire une séquence de déficits présentant d'étranges propriétés à long terme (voir point 2).

2- Dans une économie présentant une croissance positive du PIB nominal, la règle du quasi-équilibre ou de l'excédent implique que le ratio dette publique/PIB à long terme soit nul ou négatif. Malgré certaines contributions théoriques bien connues en matière de finances publiques selon lesquelles, d'un point de vue inter-temporel, l'État devrait être un créancier financier net à long terme (voir par exemple Chamley, 1981, 1986), je considère ces implications à long terme du Pacte de Stabilité et de Croissance comme peu intéressantes.

La Règle d'équilibre permanent implique que, dans le long terme (à l'état stationnaire), le ratio dette nette/PIB reste constant. Dans un monde stochastique, ce ratio s'apparenterait à une marche aléatoire. Ceci implique qu'il excéderait tout seuil donné de ratio dette/PIB dans un horizon temporel fini avec une probabilité de un. Pour ceux que cela préoccupe, une Règle d'équilibre permanent augmentée a été proposée



par Buiter et Grafe (2003a, b), qui ajoute à la part fiscale permanente contenue dans la Règle d'équilibre permanent, définie en (9), un terme représentant un ajustement partiel du ratio dette/PIB de sa valeur courante à sa valeur cible dès que le ratio dette/PIB courant excède le niveau cible.

3- Les règles budgétaires et financières du Pacte de Stabilité et de Croissance ne font pas place aux différences observables et économiquement pertinentes de structure économique et de conditions initiales entre les pays. Parmi les différences clés, citons :

- *les taux de croissance du PIB réel* : la Règle d'équilibre permanent, définie en (10), et la contrainte budgétaire inter-temporelle des administrations publiques, telle que définie en (5) ou (8), suggèrent toutes deux qu'un taux de croissance plus élevé du PIB réel rend possibles un ratio dette/PIB et un ratio déficit budgétaire/PIB soutenable plus élevés. De nombreux pays candidats à l'UE démarrent avec des niveaux beaucoup plus bas de revenus par habitant et de productivité que les actuels États membres de l'UE. Si le rattrapage espéré et attendu ou, la convergence réelle, s'opère effectivement, ils pourraient présenter des taux de croissance du PIB réel plus élevés que ceux des États membres actuels de l'UE pendant de nombreuses années - voire des décennies ;

- *les taux d'inflation* : la Règle d'équilibre permanent, définie en (10), et la contrainte budgétaire inter-temporelle publique, telle que définie en (5) ou (8), indiquent que, lorsque la dette publique est libellée en termes nominaux, un taux d'inflation plus élevé rend soutenable un déficit budgétaire et un ratio dette/PIB plus élevés. Avec un taux d'intérêt nominal commun, un taux d'inflation plus élevé signifie un taux d'intérêt réel plus bas. Ceci signifie que, pour un excédent primaire permanent donné (en pourcentage du PIB), un ratio d'endettement plus élevé est soutenable ou que, pour un ratio d'endettement donné, un excédent primaire permanent plus bas (en pourcentage du PIB) est soutenable. En raison de l'effet Balassa-Samuelson associé à leur convergence réelle, les pays candidats tendront à connaître une appréciation de leurs taux de change réels (Balassa, 1964 ; Samuelson, 1964, 1994). Avec une monnaie commune, ceci implique qu'ils auront des taux d'inflation plus élevés. Avec des taux d'intérêt nominaux communs, les taux d'intérêt réels sur les actifs sans risque seront donc plus bas dans les pays en rattrapage et convergence réels. Même sans monnaie commune, le taux d'intérêt réel des pays connaissant une convergence réelle et une appréciation de leur taux de change réel sera plus bas aussi longtemps que la parité des taux d'intérêt non couverte est maintenue ;

- *stocks de capital initiaux* : les huit pays en transition parmi les dix candidats à l'adhésion à l'UE en 2004 souffrent tous d'infrastructures inadéquates et d'un capital environnemental très dégradé. L'état des



infrastructures publiques du Royaume-Uni, notamment dans les domaines des transports publics, des écoles et des hôpitaux, révèle les effets de décennies de négligence, faisant de ces infrastructures les pires parmi les pays industrialisés à l'heure actuelle. Les huit pays en transition parmi les dix candidats à l'adhésion à l'UE en 2004, de même que le Royaume-Uni, reconnaissent la nécessité d'une période d'investissements en infrastructures exceptionnellement élevés. Selon la Règle d'équilibre permanent, une augmentation temporaire du ratio investissements publics/PIB devrait être financée par emprunt, à l'instar de toutes les dépenses publiques élevées et temporaires. Ceci est souhaitable à la fois pour des raisons d'efficacité fiscale (le lissage des taux d'imposition marginaux moyens dans le temps diminue la surcharge d'imposition) et pour des raisons de justice inter-temporelle : les bénéfices de l'investissement public seront durables ; la charge ne devrait pas en être supportée seulement par les contribuables actuels ou par les bénéficiaires actuels d'autres formes de dépenses publiques. L'emprunt est un moyen efficace de déplacer la charge financière des dépenses publiques vers les générations futures ;

- *démographie* : tous les États membres de l'UEM, les États membres actuels de l'UE qui ne font pas partie de l'UEM et les candidats à l'adhésion, connaissent actuellement de faibles taux de natalité (et souvent déclinants), et un accroissement de l'espérance de vie. Cette situation s'est traduite par une augmentation régulière et continue du ratio de personnes âgées inactives par rapport aux citoyens économiquement actifs. Si l'on ajoute à ce constat une croissance de la productivité généralement décevante au sein de l'UE, ceci signifie qu'il ne sera pas possible de financer, aux niveaux actuellement envisagés dans les lois et réglementations et attendus par l'ensemble des citoyens, les systèmes de retraite publics et les autres avantages sociaux actuellement financés par les cotisations de Sécurité sociale, sauf à envisager un accroissement significatif des taux de cotisation et un allongement de la période de cotisations. D'une manière alternative, on peut aussi envisager un recul de l'âge ouvrant droit à prestations, une réduction des ratios de remplacement (la générosité des pensions de retraite et des autres avantages sociaux par rapport au salaire moyen) ou encore d'autres restrictions sur les prestations sociales. Augmenter d'autres impôts en vigueur, réduire d'autres postes de dépenses publiques actuels, retarder les augmentations de recettes nécessaires ou réduire les dépenses par l'emprunt complètent l'éventail d'options. La Règle d'équilibre permanent traite cette problématique comme une situation dans laquelle les transferts courants sont en-dessous de leur valeur permanente : $g < \bar{g}$. Toutes choses égales par ailleurs, ceci implique des déficits plus faibles ou des excédents plus importants. Les critères du Pacte de Stabilité et de



Croissance sont myopes et n'ont donc rien à dire sur cette question, jusqu'à ce qu'à un stade ultérieur, les conséquences financières d'une incapacité à ajuster les dépenses de Sécurité sociale sur les niveaux de cotisations se traduisent par une augmentation réelle du déficit budgétaire menaçant de dépasser les seuils autorisés de déficit budgétaire ou d'endettement ;

4- La Règle d'équilibre permanent est *symétrique* : le Pacte de Stabilité et de Croissance ne l'est pas. La Règle d'équilibre permanent impose que les surplus inattendus de recettes soient mis de côté. Si les dépenses actuelles sont en-dessous du niveau des dépenses publiques permanentes, le déficit public doit être réduit (ou l'excédent augmenté). Les règles de déficit du Pacte de Stabilité et de Croissance ne contiennent aucune exigence d'affectation au règlement de la dette des recettes inattendues et des diminutions temporaires du niveau des dépenses. Il est « sans mémoire » : des excédents plus élevés aujourd'hui n'autorisent pas des déficits futurs plus importants. Bien entendu, un simple plafond de dette nette/PIB serait un mécanisme alternatif d'incitation des pays à rembourser la dette durant les périodes fastes. Il est ironique de constater que le seuil de 60 % de la dette publique (brute) par rapport au PIB - le seul critère parmi les trois contraintes en matière budgétaire et financière du Pacte de Stabilité et de Croissance qui permette une amélioration des marges budgétaires futures sur la base d'une rigueur budgétaire présente et passée - soit le critère sur lequel le plus de souplesse a été accordée depuis 1992². Il est encourageant de constater que les récentes propositions de la Commission tendent à indiquer un rôle plus important pour le ratio dette/PIB.

*DEVONS-NOUS AVOIR DES REGRETS AU SUJET
DE L'INDÉPENDANCE DE LA BANQUE CENTRALE ?
« NON, À MOINS QUE » CONTRE « OUI, À MOINS QUE »³*

La politique monétaire concerne le segment liquide des finances publiques inter-temporelles - le segment pour lequel les instruments sont potentiellement à haute fréquence et à bas coût : le taux d'intérêt nominal à court terme, le taux de change nominal ou la base monétaire. Ce qui compte pour la performance économique, c'est le programme « budgétaire-financier-monétaire » consolidé des administrations publiques et de la Banque centrale. La détermination des règles gouvernant le comportement des instruments « budgétaires-financiers-monétaires » peut être centralisée ou décentralisée à divers degrés sur le plan institutionnel.

Les Banques centrales indépendantes sur le plan opérationnel sont devenues une caractéristique commune du paysage macroéconomique⁴.

Certaines Banques centrales - la BCE en fait partie - jouissent également d'une dose d'indépendance en ce qui concerne la fixation des objectifs⁵.

Indépendamment du degré d'indépendance *de jure* et *de facto* de la Banque centrale sur le plan opérationnel ou sur le plan des objectifs, le bilan et le compte de résultat de la Banque centrale ne sont pas indépendants de ceux des autres administrations publiques. Ils font partie intégrante du bilan et du compte de résultat de l'État - à toutes fins pratiques, les administrations publiques et la Banque centrale regroupées. Le fait que le bilan et le compte de résultat de la Banque centrale sont inextricablement reliés à ceux des administrations publiques se manifeste de différentes façons.

Premièrement, les bénéfices d'exploitation de la banque centrale sont transférés automatiquement vers le Trésor⁶. Dans un certain nombre de pays, cette caractéristique est formellement illustrée par le fait que la Banque centrale est une société par actions, dont toutes les parts sont détenues par le ministère des Finances. C'est par exemple le cas du Royaume-Uni. Cependant, le fait que la Banque centrale est, d'un point de vue financier, partie intégrante de l'État, ne dépend pas des subtilités légales relatives à la répartition de l'actionnariat. Le Système de la Réserve Fédérale est une entité indépendante à l'intérieur du gouvernement fédéral américain. La BCE est détenue par les Banques centrales nationales (BCN) qui composent le Système Européen de Banques Centrales (SEBC) de l'UE. Les BCN ont elles-mêmes des structures formelles d'actionnariat, mais leurs bilans et leurs comptes de résultat font tous effectivement partie intégrante des états financiers consolidés des États-Nations auxquels elles sont rattachées.

Deuxièmement, le ministère des Finances national « soutient » la Banque centrale nationale. Ceci signifie que les ressources des administrations publiques, en particulier leur capacité à lever des impôts, actuellement et dans le futur, peuvent être et seront utilisées, le cas échéant, dans le but de recapitaliser une Banque centrale dont la valeur nette financière s'est dépréciée à un niveau non souhaitable. Même si le ministère des Finances est l'actionnaire unique de la Banque centrale, il n'y a pas de responsabilité limitée *de facto*. Pour autant qu'il dispose des ressources nécessaires, le ministère des Finances (Trésor) peut, à son entière discrétion, prendre en charge tout ou partie du passif (éventuel et/ou différé) de la Banque centrale.

Il y a aussi un revers de la médaille à cette garantie implicite ou explicite du bilan de la Banque centrale apportée par le ministère des Finances qui se manifeste lorsque le ministère des Finances tente de s'appropriier (une partie de) l'actif de la Banque centrale. Temporairement, la Banque centrale peut être en mesure de résister à une revendication du ministère des Finances sur ses actifs. C'est ce qu'a fait



la Bundesbank en 1997 lorsque le gouvernement fédéral allemand a essayé de faire main basse sur les (la réévaluation des) réserves de change officielles et d'or de la Bundesbank dans l'espoir d'améliorer ses chances de satisfaire les critères de Maastricht en vue de l'accession à l'UEM⁷. La Banque Nationale de Pologne a dû faire face à une situation similaire en 2003, lorsque le ministère des Finances polonais a tenté de s'approprier partiellement (les plus-values réalisées sur) ses réserves de change. Au final cependant, un gouvernement déterminé sera capable de surmonter les obstacles qu'il rencontre, que ce soit par le biais de conventions, de lois ou d'aménagements constitutionnels.

La Banque centrale peut créer tout montant de liquidité à un coût négligeable et virtuellement instantanément. Elle est l'agent de l'État, qui dispose de « poches profondes » à court terme. Ces « poches profondes » à court terme sont tout ce qui est nécessaire à une Banque centrale pour être en mesure de faire face à une crise de liquidité (par exemple, retraits massifs de dépôts des banques commerciales) qui a peu de chances de se transformer en crise de solvabilité affectant une partie significative du système bancaire/financier.

Cependant, si le système bancaire/financier requiert une injection de capital permanente, il se peut que la Banque centrale ne puisse le faire par elle-même sans avoir recours à des injections de monnaie susceptibles de se traduire par des pressions inflationnistes excessives. Dans ce cas, et sous réserve que les finances consolidées (c'est-à-dire la contrainte budgétaire inter-temporelle, y compris la capacité future à lever des recettes et les dépenses publiques obligatoires) des administrations publiques soient suffisamment robustes, le ministère des Finances peut restructurer le capital de la Banque centrale et empêcher ainsi une inflation excessive provoquée par une opération de sauvetage financier de la part de la Banque centrale. Le ministère des Finances, représentant de l'État ayant la capacité de lever des impôts, dispose, lui, de « poches profondes » à long terme.

Cet argument est facilement formalisé et précisé par un ensemble de comptes stylisé pour la Banque centrale et le ministère des Finances. La Banque centrale détient la base monétaire M , (réserves de change plus réserves obligatoires des banques commerciales auprès de la Banque centrale) au passif de son bilan⁸. À son actif, se trouve le stock de réserves de change internationales, R^* , rapportant un taux d'intérêt nominal i^* et le stock de crédit intérieur D , qui, pour simplifier, est supposé être uniquement composé des avoirs de la Banque centrale en obligations du Trésor nominales, porteuses d'intérêts⁹. T^p est la valeur réelle des impôts dus par le secteur privé domestique aux administrations publiques ; T^{cb} est la valeur réelle des impôts payés par la Banque centrale aux administrations publiques ; $T^g = T^p + T^{cb}$ est la valeur réelle

des recettes fiscales totales des administrations publiques ; H est la valeur réelle des transferts effectués par la Banque centrale au secteur privé (*helicopter drop*) ; $T = T^p - H$ est le montant total des impôts perçus par l'État, c'est-à-dire les administrations publiques et la Banque centrale regroupées ; E est le taux de change nominal au comptant (le prix des monnaies étrangères en monnaie nationale).

L'équation (11) est l'identité budgétaire des administrations publiques et l'équation (12) celle de la Banque centrale¹⁰.

$$\frac{B_t + D_t}{P_t} = G_t - T_t^p - T_t^{cb} + (1 + i_t) \frac{(B_{t-1} + D_{t-1})}{P_t} \quad (11)$$

$$\frac{M_t}{P_t} - \frac{D_t}{P_t} - E_t \frac{R_t^*}{P_t} = T_t^{cb} + H_t - (1 + i_t) \frac{D_{t-1}}{P_t} - (1 + i_t^*) E_t \frac{R_{t-1}^*}{P_t} \quad (12)$$

Si l'on y ajoute les critères de solvabilité habituels, ils impliquent les contraintes budgétaires inter-temporelles suivantes pour les administrations publiques (équation (13)) et pour la Banque centrale (équation (14))¹¹.

12

$$\frac{B_{t-1} + D_{t-1}}{P_{t-1}} = \sum_{j=t}^{\infty} \prod_{s=t}^j \left(\frac{1}{1 + r_s} \right) (T_j^p + T_j^{cb} - G_j) \quad (13)$$

$$-\left(\frac{D_{t-1} + E_{t-1} R_{t-1}^*}{P_{t-1}} \right) = \sum_{j=t}^{\infty} \prod_{s=t}^j \left(\frac{1}{1 + r_s} \right) \left(-T_j^{cb} - H_j + \frac{\Delta M_j}{P_j} \right) \quad (14)$$

La somme des équations (11) et (12) donne l'identité budgétaire de l'état dans l'équation (15) ; la somme des équations (13) et (14) donne la contrainte budgétaire inter-temporelle de l'État dans l'équation (16).

$$M_t + B_t - E_t R_t^* = P_t (G_t - T_t) + M_{t-1} + (1 + i_t) B_{t-1} - E_t (1 + i_t^*) R_{t-1}^* \quad (15)$$

$$\frac{B_{t-1} - E_{t-1} R_{t-1}^*}{P_{t-1}} = \sum_{j=t}^{\infty} \prod_{s=t}^j \left(\frac{1}{1 + r_s} \right) \left(T_j - G_j + \frac{\Delta M_j}{P_j} \right) \quad (16)$$

La valeur financière nette de la Banque centrale, $W^{cb} = D + ER^* - M$, est l'excédent de la valeur de ses éléments d'actif financiers, la dette des administrations publiques, D , et les réserves de change, ER^* , sur ses éléments de passif monétaire, M . Rien ne peut empêcher W^{cb} d'être négative. La valeur financière nette exclut la valeur actuelle des dépenses



et recettes futures non contractuelles prévues ou planifiées (le côté droit de l'équation (14)). C'est pourquoi la Banque centrale est tout à fait en mesure de survivre et même de bien se porter avec une valeur financière nette négative. Néanmoins, cette situation pourrait contraindre la

Banque centrale à lever tellement de recettes de seigneuriage, $\frac{\Delta M_j}{P_j}, j \geq t$,

par le biais de l'émission de monnaie de base nominale actuelle et future, que des taux d'inflation inacceptables en résulteraient, étant donné la fonction de demande de monnaie de base réelle. La valeur nette financière des administrations publiques, $W^g = -(D + B)$, est négative pour la plupart des gouvernements. La valeur nette financière consolidée de l'État, c'est-à-dire des administrations publiques et de la Banque centrale, $W^s = W^g + W^{cb} = ER^* - B - M$, est également susceptible d'être négative pour la plupart des pays. Rien de ceci ne doit être une source de préoccupation, sauf si l'écart entre le stock de dette non monétaire contractuelle de l'État et la valeur actualisée des futurs excédents primaires (hors intérêts) de l'État, $\tau_j - g_j, j \geq t$ est trop important pour être comblé entièrement (la valeur actualisée réelle maximale du seigneuriage futur est trop faible) et l'État fait défaut, ou il ne peut être comblé qu'au prix de taux d'inflation très élevés.

La seule contrainte budgétaire inter-temporelle qui compterait dans une économie bien gérée est la contrainte consolidée des administrations publiques et de la Banque centrale, donnée dans l'équation (16). Sa ventilation entre la contrainte budgétaire inter-temporelle des administrations publiques (équation (13)) et la contrainte budgétaire inter-temporelle de la Banque centrale (équation (14)) ne présente aucun intérêt macroéconomique, sauf en cas de défaut de communication, de coopération et de coordination entre les autorités monétaire et budgétaire.

La coopération entre les autorités monétaire et budgétaire est essentielle dans deux cas de figure. Le premier cas intervient lorsque (la menace d') une grave crise bancaire ou financière, comportant des implications systémiques, contraint la Banque centrale à agir en tant que prêteur en dernier ressort, et si le problème se révèle être (ou devient), pour une partie significative du système bancaire/financier, une crise de solvabilité en même temps qu'une crise de liquidité. Il se pourrait alors que la recapitalisation des banques ou des institutions financières insolvables au moyen des seules ressources financières de la Banque centrale (y compris une séquence donnée de paiements nets au gouvernement, T^{cb}) exige de la Banque centrale qu'elle procède à une émission excessive de monnaie de base, susceptible de se traduire par des taux d'inflation inacceptables. Aussi longtemps que les ressources nettes consolidées des



administrations publiques et de la Banque centrale sont suffisantes, le ministère des Finances devrait, soit recapitaliser la Banque centrale (si la Banque centrale a recapitalisé le système bancaire/financier privé en première instance), soit recapitaliser directement le système bancaire/financier. Dans les comptes présentés ci-dessus, la première option reviendrait à des réalisations importantes de T^{cb} .

Des problèmes particuliers interviennent lorsque l'insolvabilité (d'une partie) du système financier est liée à un excédent de passif en devises par rapport aux actifs en devises. Dans ce cas, le ministère des Finances, afin de restructurer le capital de la Banque centrale (ou certaines autres parties du secteur financier directement), doit être en mesure de mettre en œuvre à la fois un transfert budgétaire interne et un transfert externe des ressources dans les proportions requises. Si la signature de l'État est détériorée, ceci n'est possible que graduellement, si et lorsque l'État peut prétendre à (une partie de) l'excédent du compte courant externe de la Nation.

Dans la structure habituelle de l'État-Nation, un seul ministère des Finances ou une seule autorité budgétaire nationale est derrière une seule Banque centrale. Ceci se complique dans l'UEM, lorsque chaque autorité budgétaire nationale est financièrement derrière sa propre Banque centrale nationale, mais aucune autorité budgétaire n'est directement derrière la BCE. La fonction de prêteur en dernier ressort au sein de l'UEM est attribuée aux Banques centrales nationales membres du SEBC (voir Padoa-Schioppa, 1999 ; Goodhart, 1999 ; et Lastra, 2000). Ce système fonctionne bien lorsqu'une banque ou une autre institution financière en difficulté ou défaillante, réputée être d'importance systémique, a une nationalité claire, comme c'est aujourd'hui le cas de la plupart des banques et des autres institutions financières domiciliées dans l'UEM. De même, les banques filiales des institutions domiciliées en dehors de l'UEM relèveront de la responsabilité de leur Banque centrale respective (qu'il s'agisse de la Banque d'Angleterre, du Système de la Réserve Fédérale ou de la Banque du Japon) et de l'autorité budgétaire nationale qui est derrière chacune de ces Banques centrales.

Les difficultés apparaissent lorsque des banques domiciliées dans la zone de l'UEM n'ont pas d'identité nationale claire, ou lorsque les banques sont enregistrées uniquement dans le cadre du droit européen. Étant donné qu'il n'y a pas d'autorité budgétaire, nationale ou supranationale derrière la BCE, qui organiserait et financerait le renflouement et la restructuration du capital d'une telle « banque européenne » ? On ne sait pas clairement à ce jour si cette vulnérabilité potentielle sera corrigée en temps voulu par la création d'une autorité budgétaire supranationale digne de ce nom au niveau de l'UEM, susceptible d'appuyer la BCE, ou



par des accords implicites ou explicites entre la BCE, les BCN (les actionnaires de la BCE) et les autorités budgétaires nationales.

Le second type de circonstances dans lesquelles communication, coopération et coordination entre autorités monétaire et budgétaire sont essentielles est lorsqu'une économie est confrontée à une déflation non souhaitée. En principe, les avantages potentiels attendus d'une coopération entre autorités monétaire et budgétaire s'appliquent à la politique de stabilisation en général, c'est-à-dire les politiques anti-inflation et anti-déflation. La question est particulièrement urgente, lorsque la déflation est l'ennemie et que la politique monétaire conventionnelle montre des signes d'essoufflement.

Confrontée à la déflation, la Banque centrale peut elle-même décider d'abaisser le taux d'intérêt nominal à court terme - le principal instrument de politique monétaire dans la plupart des économies ayant un taux de change flottant. Elle peut s'engager dans des opérations stérilisées sur le marché des changes. Si des réserves obligatoires sont imposées aux banques commerciales ou aux autres institutions financières, elles peuvent être assouplies, comme peuvent l'être les normes de collatéraux pour les prises en dépôt et les critères d'éligibilité à remplir par les contreparties potentielles.

Une fois le taux d'intérêt nominal à court terme au plancher zéro, la politique monétaire conventionnelle atteint ses limites pratiques. La Banque centrale peut alors s'engager dans des opérations d'*open market* généralisées, monétisant l'encours de la dette publique non monétaire, de toutes maturités, nominales ou indexées, détenues en dehors de la Banque centrale. Une fois tout l'encours de dette publique absorbé par la Banque centrale, celle-ci pourrait se tourner vers l'acquisition et la monétisation de titres privés, allant des titres libellés en devises étrangères, aux terrains, biens immobiliers ou créances dues. Pareille socialisation de la richesse privée serait clairement soumise à toutes sortes d'aléa moral, d'effets de sélection adverse et de problèmes de gouvernance.

Si tout ceci devait également échouer à relancer la demande globale et à mettre un terme à la déflation, l'autorité monétaire pourrait d'elle-même avoir recours à un dernier instrument exotique, tandis que les autorités monétaire et budgétaire ont ensemble à leur disposition un instrument conventionnel, mais réellement efficace. L'instrument non conventionnel est d'abaisser le plancher zéro des taux d'intérêt nominaux (qui résulte du taux d'intérêt nominal nul payé sur la monnaie et souvent sur toute la base monétaire), en payant un taux d'intérêt nominal négatif sur la monnaie de base. En ce qui concerne les réserves des banques commerciales auprès de la Banque centrale, payer un taux d'intérêt nominal négatif ne présente sur le plan technique et administratif aucune difficulté. Imposer une « taxe financière » sur la monnaie



est une mesure administrativement lourde et gênante, mais pas impossible. Silvio Gesell (1916) l'a recommandée il y a de nombreuses années, et un économiste aussi brillant qu'Irving Fisher (1933) considérait que cette proposition présentait certains mérites (voir aussi Goodfriend, 2000 ; et Buiter et Panigirtzoglou, 2001, 2003).

Il existe, cependant, une alternative liée à l'application d'une politique conventionnelle. Milton Friedman l'a décrite comme le largage de monnaie (de base) depuis un hélicoptère (*helicopter drop*) (Friedman, 1969). Si les bénéficiaires de cette largesse ne prévoient pas d'inversion (en termes de valeur actualisée) à l'avenir, ceci correspondrait, à un niveau de prix donné, à une augmentation de la richesse nette réelle du secteur privé (voir Buiter, 2003c). Étant donné que la monnaie de base n'a *jamais* à être remboursée, elle ne représente pas une dette effective de l'État. L'augmentation de la richesse privée nette s'opère aussi sous la forme la plus liquide possible.

Un exemple de largage par hélicoptère, dans le contexte britannique, consisterait pour le Gouverneur de la Banque d'Angleterre à émettre un chèque de 1 000 £, tiré sur la Banque d'Angleterre au profit de chaque homme, femme et enfant dans le pays. Au bilan de la Banque, cette opération se traduirait par une augmentation du stock de monnaie de base et une réduction correspondante de la valeur nette financière de la Banque centrale. Dans sa contrainte budgétaire, il s'agirait d'un transfert unique en faveur du secteur privé (H dans notre notation).

Est-ce que cela fonctionnerait ? S'il n'est pas anticipé que la pluie monétaire soit inversée en valeur présente, cela fonctionnerait certainement. Cela ne dépend pas de la puissance de l'effet de substitution intertemporel sur la consommation privée ou de la sensibilité de la demande d'investissement privé au taux d'intérêt. La seule exigence est que la consommation globale aujourd'hui soit un bien normal. Si l'effet de richesse est faible et que le chèque de 1 000,00 £ ne produit pas les effets escomptés, le Gouverneur peut ajouter plusieurs zéros devant la virgule sur le chèque jusqu'à ce que le consommateur privé finisse par se rendre, et sorte dépenser son argent.

La déflation non souhaitée (« mauvaise déflation ») est un phénomène qui intervient en réponse à des chocs contractant la demande. Les mauvaises déflations sont susceptibles d'être caractérisées par un excédent de capacité, une faible profitabilité, une chute de l'emploi et une bourse affaiblie. L'investissement privé est susceptible d'être à la fois déprimé et passif face aux réductions de coût du capital. Dès lors, dans de telles conditions, il est utile de considérer la stimulation de la demande des consommateurs (*via* une augmentation rapide de la masse monétaire) comme le moyen naturel de lutter contre la déflation. L'augmentation rapide de la masse monétaire ne dépend pas non plus de



l'existence d'un secteur bancaire sain et d'une intermédiation financière efficace. Cette option politique paraît encore plus attrayante dans un pays tel que le Japon, qui combine à la fois « mauvaise déflation » et prêts douteux dans le secteur bancaire.

Si la Banque centrale n'est pas autorisée à acheter un instrument financier particulier (privé ou public, domestique ou étranger), un résultat économiquement équivalent peut être obtenu par le ministère des Finances *via* l'achat de cet instrument financier financé par un emprunt auprès de la Banque centrale. La Banque centrale peut alors monétiser l'opération.

Dans la zone euro, la BCE et les autres membres du SEBC ne sont pas autorisés à prêter directement au secteur public ou encore à acheter des titres publics directement (sur le marché d'émission primaire). Le résultat économiquement équivalent peut toujours être obtenu par les ministères des Finances nationaux *via* la vente de leurs titres de créance sur le marché et par l'achat par le SEBC du même montant de dettes sur le marché secondaire.

Techniquement, si la Banque centrale pouvait effectuer des transferts vers le secteur privé, l'intégralité de la masse monétaire larguée par l'hélicoptère de Friedman, pourrait être mise en œuvre par la Banque centrale seule. Au moment t , une large augmentation de $H(t)$ serait financée par l'augmentation de la base monétaire (en faisant fonctionner la « planche à billets »). La Banque centrale agirait alors comme l'agent budgétaire de l'État.

La légalité d'une telle opération d'augmentation rapide de la masse monétaire de la Banque centrale seule serait incertaine dans la plupart des pays où les frontières institutionnelles entre la Banque centrale et le ministère des Finances sont clairement définies. Dans la plupart des pays industrialisés, des considérations juridiques ou l'usage ne permettent pas à la Banque centrale d'effectuer des transferts vers le secteur privé (ou de lever des impôts sur celui-ci), c'est-à-dire, $H_t = 0$. Une mise en œuvre économiquement équivalente (mais moins plaisante) du largage par hélicoptère serait une réduction d'impôt temporaire (ou un transfert unique) du ministère des Finances, financée par la vente de la dette du Trésor à la Banque centrale, laquelle monétiserait alors l'opération. Si la vente directe de la dette du Trésor à la Banque centrale (ou le prêt de la Banque centrale au Trésor) n'est pas autorisée (comme c'est le cas des pays qui appartiennent à la zone euro), la monétisation de la réduction d'impôt ou du transfert pourrait s'effectuer *via* le financement par le ministère des Finances de l'impôt au moyen de la vente de la dette porteuse d'intérêts au secteur privé domestique ou au secteur étranger, la Banque centrale opérant l'achat du même montant de dette porteuse d'intérêts sur les marchés secondaires.



Quelle est la probabilité pour que la coordination des politiques monétaire et budgétaire, requise pour contrer efficacement la déflation, soit prochainement mise en place ? Aux États-Unis, la coordination des politiques monétaire et budgétaire est difficile à réaliser en pratique ; en effet, la procédure politico-institutionnelle à travers laquelle la politique budgétaire fédérale est conçue, votée puis mise en œuvre est trop lourde, lente et imprévisible pour faire de la politique budgétaire discrétionnaire de gestion de la demande un instrument pouvant être efficacement coordonné avec la politique monétaire de la Fed. La politique budgétaire fédérale américaine n'est pas faite - elle a lieu. La coordination n'intervient que par accident.

Au Japon, durant le mandat du précédent Gouverneur de la Banque du Japon, l'indépendance de la Banque centrale a été interprétée de manière à empêcher effectivement la coopération et la coordination (et, par moments, probablement même la communication) avec le ministère des Finances. Même si certaines avancées ont été enregistrées à ce sujet avec la désignation du nouveau Gouverneur, il faudra un certain temps avant de pouvoir surmonter la défiance héritée.

Au Royaume-Uni, les chances d'une coordination rapide et effective des politiques monétaire et budgétaire apparaissent meilleures, bien qu'elles n'aient encore été soumises à aucun test sérieux. Bien entendu, la communication, la coopération et la coordination sont seulement nécessaires, mais pas suffisantes pour l'amélioration des politiques menées. Avant l'indépendance de la Banque d'Angleterre en 1997, les politiques budgétaire et monétaire britanniques étaient pleinement centralisées au sein du ministère des Finances. La politique budgétaire discrétionnaire pourrait (et peut) être utilisée de manière flexible. Mais malgré cela, la conception et la mise en œuvre de la politique de stabilisation macroéconomique sont généralement considérées comme ayant été parmi les pires dans les pays industrialisés.

La zone euro est confrontée à des problèmes particuliers et uniques s'agissant de la coordination des politiques monétaire et budgétaire. Suivant une longue tradition européenne continentale, la communication officielle entre la BCE et les ministères des Finances est faite de reproches mutuels concernant l'accomplissement de la mission de chacun. De tels monologues alternés peuvent difficilement être qualifiés de communication. On espère que les communications privées sont plus productives.

En outre, la BCE, à l'instar de la Banque du Japon et des autres Banques centrales nouvelles ou récemment indépendantes sur le plan opérationnel, interprète son indépendance de manière à rendre moins probable l'adoption d'une politique particulière, indépendamment de ses mérites intrinsèques, dès lors qu'elle a été recommandée par un



ministre des Finances ou un ministre des Affaires économiques. Ce qui semble motiver une telle réponse est la préoccupation de la Banque centrale de préserver sa réputation d'être capable et déterminée à agir en toute indépendance. Comme il est concevable que les ministres des Finances ont parfois raison, cette réponse de la Banque centrale n'est pas optimale. Il est vrai que seuls les signaux coûteux peuvent être crédibles, mais il devrait être possible d'émettre un signal coûteux pour la Banque centrale seule, sans qu'il soit coûteux pour l'économie dans son ensemble. L'indépendance de la Banque centrale signifie que personne, y compris un ministre des Finances (ou le conseil écofin ou le groupe euroXII des ministres des Finances), ne peut rien ordonner à la Banque centrale ou l'obliger à suivre une ligne particulière. Cela ne signifie pas que la Banque centrale ne répond pas au téléphone lorsqu'un ministre des Finances appelle. L'indépendance est parfaitement compatible avec une communication régulière, une coopération dans la poursuite d'objectifs adéquats, et une coordination des politiques.

Un problème rencontré par la seule zone euro est le défi logistique que pose la coordination des actions de la BCE et de celles de douze (et bientôt plus de douze) autorités budgétaires nationales, chacune d'entre elles étant soumise à un ensemble différent de contraintes nationales pesant sur sa capacité à agir de manière rapide et appropriée. Ce problème « technique » de coordination ne sera pas résolu, même si la volonté de coopérer est là, avant la création d'une autorité budgétaire (fédérale) supranationale sérieuse au sein de l'UEM. Or, pareille évolution est plus qu'improbable dans un proche avenir.

Ceci signifie-t-il qu'un pays candidat à une pleine appartenance à l'UEM devrait s'efforcer de rester en dehors des accords d'union monétaire jusqu'à l'établissement d'un cadre réalisable pour la coordination des politiques monétaire et budgétaire à l'échelle de l'UEM ? Pas nécessairement. Premièrement, une adhésion entière à l'UEM comporte de nombreux bénéfices microéconomiques et gains en matière de stabilité macroéconomique. Deuxièmement, l'effet net de ces problèmes de « communication, coopération et coordination » sur l'analyse coûts-bénéfices de l'adoption de l'euro dépend de deux facteurs. Premièrement, la probabilité d'une situation appelant une réponse coordonnée des politiques budgétaire et monétaire. Deuxièmement, la capacité et la volonté des autorités budgétaires nationales existantes (pré-UEM) de procéder au renflouement budgétaire ou à l'impulsion conjoncturelle nécessaires.

Parmi les huit pays en transition d'Europe Centrale et Orientale, qui doivent adhérer à l'UE en 2004, les quatre plus grands d'entre eux connaissent, à des degrés divers, de sérieux problèmes budgétaires, avec des déficits financiers du secteur public importants et non-



soutenables et une forte opposition politique aux réductions de dépenses publiques et aux augmentations d'impôts. Seule une autorité budgétaire solvable peut offrir des poches profondes à long terme non-inflationnistes.

Même une autorité budgétaire nationale tout juste solvable peut apporter sa contribution en réalisant avec succès un « largage par hélicoptère » de monnaie de base pour contrer un risque déflationniste. Toute augmentation du déficit financier de l'État est financée entièrement par l'impression de monnaie de base, sans impact négatif sur la solvabilité de l'État. En effet, si l'augmentation rapide de la masse monétaire parvient à relancer l'activité économique, les recettes fiscales en découlant pourraient s'accroître et l'État améliorerait sa solvabilité.

Ce type d'argument implique que les critères budgétaires du Pacte de Stabilité et de Croissance, qui concernent le déficit public financier et la dette financière brute, font appel aux mauvais concepts de déficit et de dette¹². Le déficit financier du secteur public qui importe réellement est le déficit financier consolidé des administrations publiques et de la Banque centrale, moins l'augmentation du stock de monnaie de base¹³. De même, la dette publique qui importe réellement n'est pas la dette financière brute des administrations publiques, mais bien la dette financière nette non monétaire des administrations publiques et de la Banque centrale regroupées.

Dans les pays industrialisés développés disposant d'un secteur financier sophistiqué, le stock de monnaie de base représente une faible part des agrégats monétaires plus importants (M1, M2, M3, M4, M16...) et du PIB annuel. Au Royaume-Uni, à la fin de l'année 2002, M0 représentait 3,8 % du PIB 2002 et la variation de M0 durant l'année représentait 0,21 % du PIB¹⁴. Dans un contexte déflationniste, cependant, ce n'est pas la taille historique du stock de monnaie de base qui importe, mais la capacité des autorités monétaires à l'augmenter de n'importe quel montant, de manière effective, instantanément et sans coût. La capacité à mettre en œuvre l'équivalent ordinaire dans le monde réel du largage de monnaie par hélicoptère à la Milton Friedman par le biais d'une réduction d'impôt temporaire financée par la monnaie de base ou d'un transfert destiné au secteur des ménages directement, dépend de la volonté de la Banque centrale à émettre une monnaie de base non remboursable. Si une telle volonté ne se manifeste pas et si le coût de la déflation non souhaitée est jugé suffisamment élevé, le ministère des Finances pourrait émettre sa propre monnaie de base - titres au porteur du Trésor non remboursables¹⁵. Néanmoins, ceci devrait constituer une solution de dernier ressort, car cela équivaldrait à présenter au public la preuve directe d'une défaillance de la communication, la coordination et la coopération entre le ministère des Finances



et la Banque centrale. La confiance du secteur privé pourrait en être gravement affectée.

Qu'il s'agisse des pays candidats à l'adhésion à l'UE, pour lesquels l'intégration dans l'UEM fait partie de « l'acquis », ou des États membres actuels de l'UE qui bénéficient de clauses d'exemption (Royaume-Uni et Danemark) ou de dérogation (Suède) en ce qui concerne leur adhésion à l'UEM, ces deux groupes de pays bénéficieront du réexamen en cours des critères de performance budgétaire et financière du Pacte de Stabilité et de Croissance. Ils seraient bien avisés de participer activement à ce processus de révision.

Il est devenu clair, même aux yeux de ses plus ardents défenseurs, que la conception arbitraire et rigide du Pacte fournit une excuse toute prête pour ignorer ses restrictions à tous ceux qui se considèrent excessivement contraints par elles. Le respect des règles du Pacte de Stabilité et de Croissance garantit presque sûrement la soutenabilité budgétaire et financière. Mais cette garantie se fait néanmoins aux dépens de la stabilité macroéconomique et d'une allocation inter-temporelle efficace des dépenses publiques et des impôts. Ces inconvénients du Pacte sont désormais devenus si manifestement évidents que la mise en œuvre du Pacte devient impossible. Une règle budgétaire qui est davantage honorée dans sa violation que dans son observation mine les véritables principes qu'elle entend promouvoir. Si l'objectif du nouveau Pacte qui finira par émerger, que ce soit par une réinterprétation souple des règles existantes ou par une révision formelle de ces règles, est de mieux faire que son prédécesseur, ses caractéristiques opérationnelles devraient se rapprocher de celles de la Règle d'équilibre permanent.

En ce qui concerne la question « Devrions-nous avoir des regrets au sujet de l'indépendance de la Banque centrale ? « Non, à moins que » contre « Oui, à moins que » », ma réponse actuellement est : « Non, à moins que... ». L'indépendance opérationnelle des Banques centrales a porté ses fruits dans de nombreux pays faisant face au défi apparemment insoluble d'éliminer une inflation excessive et d'empêcher sa réapparition. La récente réémergence de la déflation en tant que défi sérieux de politique économique, réel ou potentiel, dans les principales Nations industrialisées du monde, constitue un rappel important et nécessaire du fait que l'indépendance de la Banque centrale ne signifie pas que cette dernière vit sur une île. Le bilan financier, le compte de résultat et la contrainte budgétaire inter-temporelle de la Banque centrale font toujours et partout partie intégrante du bilan financier, du compte de



résultat et de la contrainte budgétaire inter-temporelle de l'État. La Banque centrale reste un représentant de l'État, même si elle n'est pas un représentant du gouvernement.

Lorsque nous sommes confrontés à la réalité ou à la menace d'une déflation non-souhaitée, la coopération entre la Banque centrale et le ministère des Finances est essentielle. Les opérations généralisées d'*open market* peuvent nécessiter leur coopération active. La mise en œuvre des versions réelles du tueur de déflation en dernier ressort - le largage de monnaie par hélicoptère à la Milton Friedman - requiert la coopération de la Banque centrale et des autorités budgétaires. Si l'indépendance de la Banque centrale, interprétée de manière erronée comme devant encourager un manque de communication, de coopération et de coordination avec les autorités budgétaires, devait aboutir à empêcher la mise en œuvre de politiques anti-déflationnistes efficaces, la conséquence inévitable, à la suite d'une période de déflation et de stagnation inutiles, serait la fin de l'indépendance de la Banque centrale. À défaut d'une communication, d'une coopération et d'une coordination efficaces avec les autorités budgétaires concernées, l'indépendance de la Banque centrale ne mérite pas de survivre et ne survivra pas.

NOTES

1. Voir McCallum (1995, 1997a, b).
2. Le critère de la dette devrait être reformulé pour privilégier un critère d'endettement net. Les éléments d'actif et de passif financiers devraient être évalués en fonction de la valeur actualisée du service futur de la dette et non pas en fonction de valeurs hypothétiques, de manière à prendre en compte les éléments d'actif et de passif avantageux.
3. Des arguments similaires à ceux contenus dans la deuxième partie ont également été présentés par Sims (2003). Son rapport démontre, à l'aide d'un véritable modèle monétaire dynamique, que la capacité de l'autorité monétaire à atteindre son objectif d'inflation dépend de la capacité budgétaire combinée (c'est-à-dire la capacité inter-temporelle d'extraction des ressources) de la Banque centrale et des administrations publiques.
4. L'indépendance opérationnelle repose parfois sur la tradition et l'usage plutôt que sur une base légale ou constitutionnelle. Le Federal Reserve Board (conseil d'administration de la Réserve Fédérale) a été créé par le Congrès. Son indépendance opérationnelle n'est fondée ni sur la *statute law* (droit écrit), ni sur la *common law* (droit coutumier), mais bien sur la tradition et l'usage. L'indépendance opérationnelle de la Banque d'Angleterre s'appuie sur la Loi portant réglementation de la Banque d'Angleterre et celle de la Banque du Japon sur la Loi relative à la Banque du Japon. L'indépendance opérationnelle de la BCE est très solidement ancrée dans le Traité de Maastricht et sera inscrite dans la nouvelle constitution de l'UE.
5. Les objectifs ultimes de la BCE, avant tout et prioritairement la stabilité des prix, sont imposés dans le Traité. L'objectif officiel suivant immédiatement ou l'objectif opérationnel, à savoir moins de 2 % mais proche de 2 % d'inflation par an sur l'indice HICP, est déterminé par la BCE elle-même.
6. La BCE distribue ses bénéfices à ses actionnaires, les Banques centrales nationales. Les Banques centrales nationales distribuent à leur tour leurs bénéfices aux ministères des Finances respectifs.



7. Voir Duckenfield (1999) pour un compte rendu intéressant de cette tentative de main basse.
8. Pour simplifier, toute la base monétaire est traitée comme étant non productive d'intérêts.
9. Pour simplifier, je ne considère ici que les obligations à brève échéance. Les généralisations vers des échéances plus longues, la dette liée à l'indice ou la dette libellée en devise sont simples. Dans de nombreux pays de transition et pays en développement, la Banque centrale détient également des titres de créance du secteur privé parmi ses éléments d'actif ainsi que des obligations non monétaires, productives d'intérêts parmi ses éléments de passif.
10. Il est à noter que la proposition familière, selon laquelle la variation de la base monétaire est égale à l'expansion du crédit intérieur plus la valeur de la variation du stock de réserves de change, est correcte si et seulement si la banque centrale ne réalise aucun bénéfice *après impôts*, c'est-à-dire si ses bénéfices avant impôts, $i_t \frac{D_{t-1}}{P_t} + E_t i_t^* \frac{R_{t-1}^*}{P_t} - H_t$, sont payés en tant qu'impôts au Trésor ou au ministère des Finances :

$$\Delta M_t = \Delta D_t + E_t \Delta R_t^* \text{ iff } T_t^{ib} = i_t \frac{D_{t-1}}{P_t} + E_t i_t^* \frac{R_{t-1}^*}{P_t} - H_t.$$

11. Pour simplifier, l'hypothèse de parité des taux d'intérêt non couverte est considérée valide, c'est-à-dire, $1 + i_t = (1 + i_t^*) \frac{E_t}{E_{t-1}}$.

12. Il en est de même pour le critère d'endettement qui doit être respecté par les membres candidats à l'UEM. La dette publique brute doit être en-dessous du seuil de 60 % du PIB annuel.

13. Le profit de l'émission monétaire, ΔM , et les intérêts économisés grâce à la capacité à émettre une monnaie de base non productive d'intérêts, iM , sont reliés comme suit :

$$\lim_{N \rightarrow \infty} \sum_{j=t}^N \prod_{s=t+1}^j \left(\frac{1}{1+i_s} \right) \Delta M_j = \lim_{N \rightarrow \infty} \sum_{j=t+1}^N \prod_{s=t+1}^j \left(\frac{1}{1+i_s} \right) i_s M_{j-1} + \lim_{N \rightarrow \infty} \prod_{s=t+1}^N \left(\frac{1}{1+i_s} \right) M_N - M_{t-1}$$

La valeur actualisée du seignuriage présent et futur est égale à la valeur actualisée des futurs paiements d'intérêts économisés, plus la différence entre la valeur actualisée du stock final de monnaie de base et le stock courant de monnaie de base. Au cours de toute période donnée, cependant, la valeur du seignuriage et des intérêts économisés peuvent sensiblement différer l'une de l'autre.

14. Source : *Monetary and Financial Statistics*, avril 2003 et ONS. Les chiffres du stock monétaire ne sont pas des données corrigées des variations saisonnières.

15. Aux États-Unis, ce qu'on appelle les *US notes* (obligations fédérales), émises par le Département du Trésor (équivalent du ministère des Finances) depuis le *Legal Tender Act* (Loi relative à la monnaie légale) de 1862, représentent une partie du stock monétaire américain. Tout comme les obligations de la Réserve Fédérale (autorisées par la *Federal Reserve Act* de 1913), il s'agit de titres au porteur non remboursables et non productifs d'intérêts et constituent la monnaie légale. Elles étaient émises jusqu'au 21 janvier 1971. Celles qui restent en circulation sont les obligations du gouvernement américain.

BIBLIOGRAPHIE

- BALASSA Bela. (1964), « The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal », *Journal of Political Economy*, December.
- BUITER Willem H. (2003a), « How to reform the Stability and Growth Pact », *Central Banking*, Vol XIII, N° 3, February 2003, pp. 49-58.m H.
- BUITER Willem H. (2003b), « Ten Commandments for a Fiscal Rule in the E(M)U », *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 19, N° 1, Spring 2003, pp. 84-99.
- BUITER Willem H. (2003c) « Deflation: Prevention and Cure », *NBER Working Paper* N° 9623, April.

BUITER Willem H. and Clemens GRAFE (2003a), « Patching up the Pact; Some Suggestions for Enhancing Fiscal Sustainability and Macroeconomic Stability in an Enlarged European Union », forthcoming in *Economics of Transition*.

BUITER Willem H. and Clemens GRAFE (2003b), « Reforming EMU's fiscal policy rules; some suggestions for enhancing fiscal sustainability and macroeconomic stability in an enlarged European Union », forthcoming in Marco Buti ed. *Monetary and Fiscal Policies in EMU : Interactions and Coordination*, Cambridge University Press, 2003.

BUITER Willem H. and Nikolaos PANIGIRTZOGLU (2001), « Liquidity Traps: How to Avoid Them and How to Escape Them », with, in *Reflections on Economics and Econometrics, Essays in Honour of Martin Fase*, edited by Wim F.V. Vanthoor and Joke Mooij, pp. 13-58, De Nederlandsche Bank NV, Amsterdam.

BUITER Willem H. and Nikolaos PANIGIRTZOGLU (2003) « Overcoming the Zero Bound on Nominal Interest Rates with Negative Interest on Currency: Gesell's Solution », forthcoming *Economic Journal*, October 2003.

CHAMLEY Christophe (1981), « The Welfare Cost of Capital Income Taxation in a Growing Economy » *Journal of Political Economy*, June.

CHAMLEY Christophe (1986), « Optimal Taxation of Capital Income in Economies with Identical Private and Social Discount Rates » *Econometrica*, May.

DUCKENFIELD Mark (1999), « The Goldkrieg : Revaluing the Bundesbank's Reserves and the Politics of EMU », *German Politics*, Vol. 8, N° 1, April, pp. 113-137.

FISHER Irving (1933), *Stamp Scrip*, Adelphi Company, New York.

FRIEDMAN Milton (1969), « The Optimum Quantity of Money », in Milton Friedman, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chapter 1, pp.1-50, Adline Publishing Company, Chicago.

GESELL Silvio (1916), *Die Natuerliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld*, Bern, Rudolf Zitzman Verlag, available in English as *The Natural Economic Order*, Peter Owen Ltd, London, 1958.

GOODFRIEND Marvin (2000), « Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 32, N° 4, Pt. 2, November, pp. 1007-1035.

GOODHART Charles [1999], « Recent Developments in Central Banking : Some Special Features of the Monetary Policy Committee and of the European System of Central Banks », *Monnet Lecture*, 14 October.

LASTRA Rosa (2000), « The Division of Responsibilities Between the European Central Bank and the National Central Banks Within the European System of Central Banks » *The Columbia Journal of European Law*, Volume 6, N° 2, Spring.

MCCALLUM Bennett T. (1995), « Two Fallacies Concerning Central Bank Independence » *American Economic Review Papers and Proceedings*, 85, May, pp. 207-211.

MCCALLUM Bennett T. (1997a), « The Credibility of the European Central Bank : Comments » in *European Monetary Policy*, ed. by Stefan Collignon, London : London : Pinter.

MCCALLUM Bennett T. (1997b), « Crucial Issues Concerning Central Bank Independence » *Journal of Monetary Economics*, 39, February, pp. 99-112.

PADOA-SCHIOPPA Tommaso (1999), « EMU and Banking Supervision », Lecture given at the London School of Economics, 24 February.

SAMUELSON Paul A. (1964), « Theoretical Notes On Trade Problems », *Review of Economics and Statistics*, May.

SAMUELSON Paul A. (1994), « Facets of Balassa-Samuelson Thirty Years Later », *Review of International Economics* ; 2(3), October, pages 201-26.

SARGENT Thomas J. and Neil WALLACE (1981), « Some Unpleasant Monetarist Arithmetic », *Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis*, Fall.

SIMS Christopher A. (2003), « Limits to Inflation Targeting », mimeo, Princeton University, March 17.

SINN Hans Werner (2003), *The New Systems Competition*, Yrjö-Jahnsson Lectures, Basil Blackwell : Oxford.