



# UNE STRATÉGIE EUROPÉENNE DE *POLICY MIX* POUR LES ANNÉES 2000

CHRISTIAN SAINT-ETIENNE\*

Les analyses de finances publiques, liées à la mise en place de l'Union monétaire à onze, se focalisent sur les conditions d'une coordination optimale des politiques économiques et sur les conséquences du Pacte de stabilité budgétaire. Elles ignorent souvent les conséquences du vieillissement des populations européennes qui vont commencer à faire sentir leurs effets au début des années 2000, avant de s'accroître après 2005.

Or, tout conduit à penser que, à l'exception d'une crise financière systémique, le vieillissement va dominer la problématique des finances publiques dès le début des années 2000. En effet, les besoins de financement annuels nouveaux des régimes de retraite pourraient atteindre des niveaux élevés vers la fin des années 2020, à législation constante. Une telle perspective pourrait conduire à des politiques économiques sous-optimales si la nécessité de financer de telles charges nouvelles conduisait à une obsession de sur-équilibre budgétaire, dès le début des années 2000, pour anticiper les chocs futurs.

Nous allons montrer qu'il est urgent de traiter le problème du rétablissement des comptes des régimes publics de retraite en répartition à l'horizon 2010 si l'on veut retrouver des marges de manœuvre pour la conduite des finances publiques en 2000-2005.

La première section présente un rappel succinct de la problématique de coordination des politiques économiques en Europe, tandis que la deuxième section donne les principales perspectives des finances publiques à moyen terme dans quelques pays européens. Le risque de sous-optimalité de la politique économique face aux nécessités de financement des retraites est explicité dans la section suivante. La dernière section propose une série de mesures permettant de restaurer la capacité de stabilisation automatique de la politique budgétaire dans le cadre d'un *policy mix* soutenable.

\* Professeur-associé à l'Université Paris-Dauphine (DESS 203).

*PROBLÉMATIQUE DE COORDINATION DES POLITIQUES  
ÉCONOMIQUES EN EUROPE*

L'Union monétaire à onze rassemble des pays indépendants dont les économies sont interdépendantes. La monnaie unique met face à face une Banque centrale européenne (BCE) indépendante et onze politiques budgétaires encadrées par les dispositions des traités de Maastricht et d'Amsterdam. Le point décisif est que, d'une part, la Banque centrale veut asseoir sa crédibilité sur le long terme alors qu'elle est suspicieuse des intentions des responsables des politiques budgétaires et que, d'autre part, la BCE est conduite à anticiper de graves déséquilibres des finances publiques à moyen terme liés au vieillissement des populations des pays industriels et donc, spécifiquement, aux déficits prévisibles des régimes de retraite en répartition des pays membres de l'Union monétaire. Certains des gouvernements des pays membres de l'Union à onze sont eux-mêmes suspicieux des intentions de la BCE, dont ils craignent un excès de zèle. On se trouve dans le cas classique du dilemme du prisonnier (ou une généralisation du dilemme avec plusieurs joueurs, dans le cas précis). Pour en sortir, il faut mettre en place les conditions conduisant les joueurs concernés à coopérer à long terme.

38

La suspicion de la BCE vient du niveau élevé que le déficit et l'endettement publics ont pu atteindre dans certains pays de l'Union à onze au cours de la première moitié des années 90. Or, ces déséquilibres budgétaires étaient eux-mêmes la conséquence d'un défaut d'optimisation du *policy mix* au sein de la zone mark. Pour faire face au choc asymétrique résultant de la réunification, les pays membres de la zone mark auraient dû accepter la proposition allemande d'une réévaluation unilatérale du mark. Cette décision s'imposait, non pour des raisons de compétitivité, mais pour faciliter l'absorption de l'augmentation de la demande interne en Allemagne. Le refus répété, en 1991-1993, de procéder à cet ajustement de parités, a obligé tous les pays de la zone mark à suivre à la hausse les taux d'intérêt allemands, ce qui a aggravé la récession économique et provoqué une hausse brutale et durable des déficits budgétaires (Muet, 1998). Le Royaume-Uni et l'Italie ont été protégés de la récession par les dévaluations de leurs monnaies en septembre 1992.

Ce qui a fait défaut en 1991-1993 n'était pas la coopération, car les rencontres étaient fréquentes et la proposition allemande de réévaluation du mark a été faite à quatre reprises (automne 1991, été 1992, automne 1992 et été 1993), mais la compréhension de la nécessité d'un ajustement des parités en termes de réglage du *policy mix* et non de compétitivité.

La question pour l'avenir n'est donc pas seulement liée à l'absence d'un pouvoir politique unifié permettant de faire contrepoids à la BCE,

et à l'absence d'un budget fédéral autorisant un niveau élevé de redistribution automatique au sein de la zone monétaire, mais aussi à la nature des règles qui permettraient de formaliser la coopération souhaitable entre les joueurs budgétaires et le joueur monétaire en vue d'optimiser le *policy mix*. Ces règles, dites d'optimisation du *policy mix*, doivent être également complétées par des règles de transparence et de responsabilité s'appliquant à la Banque centrale indépendante, car « une Banque centrale est d'autant plus redevable d'une communication appropriée sur ses objectifs et ses résultats, d'autant plus tenue de rendre compte au Parlement, à l'exécutif, à l'opinion publique, etc., qu'elle est indépendante » (Aglietta et de Boissieu, 1998).

Un premier jeu de règles a été posé avec les limites fixées pour le déficit public (3 % du PIB) et l'endettement public (60 % du PIB) et les sanctions associées au non-respect de ces limites, sauf dans le cas d'une récession dépassant 2 % (traité de Maastricht et Pacte de stabilité et de croissance européen). Mais il s'agit de règles comptables et non de dispositions favorisant l'optimisation du *policy mix* de la zone.

On a justement fait remarquer que ce jeu de règles comptables pouvait se révéler dangereux si un nouveau choc asymétrique survenait dans la mesure où il pourrait provoquer des politiques budgétaires procycliques plutôt que contra-cycliques, sauf à ce que les positions budgétaires soient proches de l'équilibre au moment du démarrage de l'Union monétaire (Eichengreen et Wyplosz, 1998).

Il serait donc souhaitable d'interpréter le pacte de stabilité en tendance, en moyenne et en dynamique plutôt que de façon statique, décentralisée et dogmatique (Jacquet, 1998). Mais, la réalité est que le pacte sera probablement interprété de façon statique, décentralisée et dogmatique si ne s'établit pas une vision commune des équilibres à moyen terme des finances publiques entre les onze joueurs budgétaires et le joueur monétaire. Or, pour établir une coopération confiante à long terme entre ces joueurs, on ne peut éviter de traiter immédiatement de la principale menace sur les équilibres budgétaires à moyen terme.

Sachant, d'une part, que le vieillissement de la population fait naître, en cumulant les besoins de financement annuels, des engagements hors bilan non financés des régimes publics de retraite en répartition qui sont considérables à l'horizon 2020 dans la plupart des pays de la zone monétaire à onze (voir, par exemple, Chauveau et Loufir, 1995), avant nouvelles réformes, et d'autre part, que l'horizon de crédibilité souhaitée par la BCE doit être calé sur les bons d'Etat de plus longue échéance, on peut considérer que les ingrédients d'un conflit à bref délai sont réunis.

Dans la mesure où la croissance de la zone euro devra s'appuyer notamment sur la progression de la demande interne, il est essentiel que les joueurs budgétaires et le joueur monétaire coopèrent à long terme

dans la confiance la plus totale sur la base de règles nouvelles intégrant les contraintes liées au financement des engagements de retraite.

### *PERSPECTIVES DES FINANCES PUBLIQUES À MOYEN TERME*

Quelle est la situation des finances publiques des principaux pays membres de l'Union monétaire à onze en 1999, première année de mise en place de la monnaie unique ?

Les tableaux n° 1, 2 et 3 donnent respectivement le déficit financier, le déficit structurel et l'endettement des comptes des administrations publiques des trois grands pays européens et de la zone euro (pour les deux premiers tableaux).

**Tableau n° 1**  
**Déficit financier des finances publiques, 1993-1999**  
**(en % du PIB)**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Allemagne	-3,2	-2,4	-3,3	-3,4	-2,6	-2,0	-1,9
<b>France</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,5</b>
Italie	-9,6	-9,2	-7,7	-6,6	-2,7	-2,7	-2,5
Zone euro	-5,5	-5,0	-4,8	-4,1	-2,5	-2,1	-2,0

Source : Perspectives économiques de l'OCDE, juin 1999.

Le tableau n°1 concernant le déficit financier, c'est-à-dire le déficit comptable non corrigé qui doit être apprécié en regard du critère du déficit public maximal de 3 %, montre que la zone euro a un déficit anticipé pour 1999 de 2 % du PIB, après deux ans de reprise économique, ce qui ne laisse qu'une faible marge de manœuvre en cas de retournement de la conjoncture.

Le tableau n° 2 montre que les déficits structurels des trois pays et de la zone euro (après correction de l'écart de conjoncture entre le taux effectif et le taux potentiel de croissance), qui s'étaient fortement réduits en 1995-1997, ne baissent que modérément en 1998-1999.

L'élasticité du déficit budgétaire en pourcentage du PIB par rapport à la croissance est de l'ordre de 0,5 en Europe - ce qui veut dire que pour chaque point de croissance additionnelle, le ratio du déficit baisse d'un demi-point. La valeur de cette élasticité varie avec la structure de la fiscalité et de la dépense publique : elle est plus élevée pour les petits pays dont l'économie est très ouverte (élasticité de 0,8 pour les Pays-Bas), mais elle se situe bien à 0,5 pour l'Allemagne et la France, et à 0,5 pour l'ensemble de l'Union européenne (estimations de la DG II de la Commission européenne). Les estimations de l'OCDE sont identiques

et celles du FMI sont de l'ordre de 0,6 (Eichengreen et Wyplosz, 1998). La zone euro n'a donc pas mis à profit la croissance observée en 1998-1999 pour réduire suffisamment le déficit des finances publiques.

**Tableau n° 2**  
**Déficit structurel des finances publiques, 1993-1999**  
(en % du PIB)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Allemagne	-2,8	-2,2	-2,7	-2,4	-1,7	-1,4	-1,1
<b>France</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,2</b>
Italie	-8,2	-8,1	-7,0	-5,6	-1,7	-1,4	-1,1
Zone euro	-4,3	-4,2	-4,1	-3,1	-1,6	-1,6	-1,3

Source : Perspectives économiques de l'OCDE, juin 1999.

Compte tenu de l'évolution anticipée des déficits budgétaires, la dette brute des administrations publiques ne se réduit que marginalement dans les grands pays de la zone euro, voire augmente en France.

**Tableau n° 3**  
**Dette brute des administrations publiques, 1993-1999**  
(en % du PIB)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Allemagne	48,0	50,2	58,3	60,8	61,5	61,1	61,2
<b>France</b>	<b>45,2</b>	<b>48,3</b>	<b>52,5</b>	<b>55,4</b>	<b>57,8</b>	<b>58,2</b>	<b>59,2</b>
Italie	120,1	126,0	125,3	124,6	122,4	118,7	117,3

Source : Perspectives économiques de l'OCDE, juin 1999.

Or, les anticipations que l'on peut raisonnablement former des déficits publics potentiels liés aux déséquilibres des régimes publics de retraite en répartition, hors mesures nouvelles, sont inquiétantes.

Chauveau et Loufir (1995) ont procédé à des estimations des besoins de financement des régimes de retraite en répartition des sept grands pays industriels, sur la base des projections démographiques de 1992 de la Banque mondiale et des modalités juridico-institutionnelles de 1995, avec un modèle à générations imbriquées et à espérance de vie variable.

Dans les sept pays, le vieillissement entraîne une forte élévation du ratio de dépendance, c'est-à-dire du rapport entre le nombre de personnes âgées de plus de 60 ans et celui des personnes en âge de travailler, avec un basculement considérable entre 2010 et 2040. Pour ne retenir que les trois membres du G7 qui sont membres de l'Union monétaire à



onze, il résulte des projections que : en Allemagne, il y aurait 1,2 actif pour un retraité en 2030 contre 2,9 en 1990 ; en France, 1,4 actif pour un retraité en 2040 contre 2,9 en 1990 ; et en Italie, 1,1 actif pour un retraité en 2040 contre 2,7 en 1990.

Pour apprécier les besoins de financement de ces régimes de retraite à l'horizon 2030, on peut simuler les conséquences du maintien du taux de remplacement, qui est, dans l'étude considérée, le rapport entre prestations et salaires courants. Le besoin de financement annuel nouveau augmente, de 2000 à 2030, de 12 à 13 points de PIB en Allemagne et en Italie, et de 7 points de PIB en France.

Les Allemands ayant pris, en 1995-1997, un certain nombre de mesures pour réduire ce besoin de financement, avec par exemple le recul de l'âge de la retraite à 65 ans s'appliquant en 2001 aux hommes et en 2004 aux femmes, et les Italiens ayant réduit de façon sensible les possibilités de départ en retraite anticipée, on peut supposer que les besoins de financement annuels non couverts à l'horizon 2030, à cotisations constantes, en Allemagne et en Italie sont revenus autour de 5 à 6 points de PIB. Le gouvernement français ayant échoué en 1995 dans sa tentative pour aligner le secteur public sur les nouvelles conditions de départ à la retraite mises en place en 1993 pour le secteur privé, on peut considérer que le besoin de financement annuel non couvert à l'horizon 2030 est de l'ordre de 5 points de PIB, à cotisations constantes, compte tenu des accords conventionnels intervenus en 1996-1997 (voir les travaux du Commissariat général du Plan sur le financement à long terme des régimes de retraite). Le besoin de financement, dans les projections incluant des hausses de cotisations dites « normales » et souvent peu explicitées, est évidemment plus faible.

C'est à partir de 2005 que les déséquilibres apparaissent dans le financement des régimes de retraite, pour atteindre en 2030 les niveaux qui viennent d'être évoqués. Les engagements hors bilan non financés, au titre de l'ensemble de la période 2005-2030, sont donc colossaux dans les trois grands pays de l'Union monétaire à onze. Le problème se pose dans les mêmes termes dans les petits pays, sauf aux Pays-Bas où l'importance des fonds de pension en limite l'ampleur. Avec des engagements hors bilan non financés des régimes publics de retraite en répartition, à cotisations constantes, de plus de 15 points de PIB *en cumulé* à l'horizon 2010 et de plus de 50 points de PIB *en cumulé* à l'horizon 2020, dans la plupart des pays de la zone monétaire à onze, on peut imaginer que la BCE sera tentée, assez vite, d'exiger des mesures d'ajustement des gouvernements des pays membres de l'Union à onze, par crainte des risques inflationnistes que de tels déséquilibres pourraient occasionner. En cas de refus, ou de mesures partielles, elle pourrait être tentée de mener une politique monétaire restrictive qui serait



d'autant plus catastrophique que l'Union à onze va avoir besoin d'une solide croissance de l'économie interne de la zone pour faire face aux risques de concurrence accrue des pays asiatiques, lorsqu'ils seront remis d'aplomb après 2000, et aux risques liés à un affaiblissement du dollar résultant de l'endettement extérieur des Etats-Unis.

### *RISQUE DE SOUS-OPTIMALITÉ DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE DE L'UNION À ONZE*

Pour donner des marges de manœuvre à la politique budgétaire face aux risques liés à des chocs asymétriques touchant les pays membres de l'Union à onze, il était souhaitable de partir d'une situation de finances publiques équilibrées au moment du passage à la monnaie unique. Ce ne sera pas le cas en 1999 et en 2000.

Pour éviter que la BCE ne mène, dès le début des années 2000, une politique intégrant le risque inflationniste lié aux engagements hors bilan non financés des régimes de retraite publics, il serait souhaitable de combler le déficit prévisionnel par une modification du contrat social intégrant les effets du vieillissement de la population. Pour atteindre ce but, un allongement progressif de la durée de cotisation et/ou un recul progressif de l'âge de départ à la retraite sont une combinaison optimale de mesures qui ne déséquilibrent pas la politique économique. Si une résistance comparable à celle observée en France en 1995 empêchait un tel ajustement, faut-il envisager de combler le déficit prévisionnel en réduisant les dépenses potentielles, par une baisse des prestations, ou en augmentant les recettes, par une hausse des cotisations ?

Les études des politiques d'assainissement budgétaire conduites dans les années 90 montrent que, initialement, la restriction budgétaire entraîne une perte de production suivie d'une reprise de l'activité. Toutefois, sur le moyen terme, le choix des instruments produit des effets différents. Les pays qui ont privilégié les baisses de dépense ou les hausses d'impôts indirects ont bénéficié d'un gain important en termes d'activité, alors que ceux qui ont augmenté les impôts directs et les cotisations sociales ont subi des pertes de production (Bartolini, Razin et Symansky, 1995). Même si l'on doit traiter ces résultats avec précaution, il semble donc souhaitable que les mesures à prendre pour réduire les engagements hors-bilan non financés des finances publiques des pays membres de l'Union monétaire à onze interviennent davantage par une baisse des prestations que par une hausse des cotisations. Pour limiter la baisse du taux de remplacement qui pourrait en résulter, il faut favoriser le développement d'une épargne individuelle complémentaire investie à long terme, de préférence en actions des entreprises pour stimuler l'investissement.

En reprenant le point précédent, la combinaison optimale pour faire

face au vieillissement est donc un allongement de la vie active, permettant de limiter la baisse des prestations, et en évitant à tout prix la hausse des cotisations pour ne pas alourdir le coût du travail et provoquer une augmentation du chômage. Afin de stimuler la production pour accompagner l'allongement de la vie active, la politique monétaire doit rester plutôt expansionniste, d'autant plus que la compétition globale devrait limiter les risques inflationnistes au cours de la prochaine décennie.

On voit ainsi se dessiner un *policy mix* optimal associant des mesures préventives pour rétablir les équilibres à long terme des finances publiques et une politique monétaire favorisant le développement de l'activité économique interne de la zone monétaire à onze.

A l'inverse, en l'absence de mesures visant à combler le déficit prévisionnel des régimes de retraite en répartition, on peut imaginer un *policy mix* sous-optimal associant une politique monétaire restrictive et une faible activité rendant difficile l'allongement de la durée de vie active dans un contexte de chômage croissant. Ce *policy mix* pourrait même conduire à une stagnation dans un contexte de population rapidement vieillissante, avec la déprime que l'on peut imaginer en termes de moral des consommateurs et des entrepreneurs.

Pour conduire les joueurs budgétaires et le joueur monétaire vers une coopération de long terme dans le contexte qui vient d'être évoqué, il semble préférable de rechercher la mise en place d'une coopération par des règles.

4 4

### RÈGLES D'OPTIMISATION DU POLICY MIX

En vertu de l'article 105 du Traité de Rome modifié par le Traité de Maastricht, l'objectif principal du Système européen de banques centrales (SEBC) est de maintenir la stabilité des prix. Mais les décisions de politique monétaire de décembre 1998 et avril 1999 montrent que la BCE ne se désintéresse pas de l'évolution de la conjoncture.

Supposons que la BCE fixe son taux directeur  $r^*_t$  selon une variante de la règle de Taylor (voir Drumetz et Verdelhan, 1997) :

$$(1) r^*_{t \text{ nominal}} = r^*_{t \text{ neutre réel}} + p_{\text{lissée}(t-1)} + 0,5 y_{(t-1)} + 0,5 (p_{\text{lissée}(t-1)} - p_{\text{cible}})$$

où  $p_{\text{lissée}(t-1)}$  est le taux d'inflation calculé au trimestre précédent par un lissage exponentiel du taux de croissance de l'indice des prix à la consommation,  $p_{\text{cible}}$  est la cible d'inflation choisie par la BCE,  $y$  est l'écart entre le PIB effectif réel et le PIB tendanciel. Cette formulation n'inclut à la date  $t$  que les données disponibles à cette date (voir Drumetz et Verdelhan).

On peut aussi considérer une variante plus classique de détermination du taux directeur :

(1) bis  $r_{t \text{ nominal}}^* = r_{t \text{ neutre réel}}^* + p_{\text{anticipée } t} + 0,5 y_t + 0,5 (p_t - p_{\text{cible}})$   
 où  $p_{\text{anticipée } t}$  est l'inflation anticipée à l'instant t et  $p_t$  est le taux d'inflation effectif.

Toutefois, la crainte d'un déficit budgétaire en augmentation sous l'effet des transferts liés aux engagements de retraite en répartition pourrait conduire la BCE à anticiper une augmentation du déficit budgétaire des pays membres de la zone euro et donc une remontée possible de l'inflation. Ceci pourrait amener la BCE à intégrer dans la relation (1) un terme qui serait fonction des engagements de retraite non financés  $B_t^*$  se rajoutant à la dette publique actuelle agrégée de la zone euro  $B_t$ ,  $B_t^*$  et  $B_t$  étant exprimées en pourcentage du PIB de la zone euro.

Pour éviter une monétisation même partielle de  $B_t^*$  ou un impact inflationniste résultant d'un déséquilibre du marché des biens et services, la BCE peut donc être conduite à mener une politique monétaire restrictive sauf à ce qu'un accord intervienne entre la BCE et les onze gouvernements pour limiter  $B_t^*$  à un niveau soutenable à long terme, que l'on notera  $B_{lt}$ . Ce niveau dépend des anticipations de l'ensemble des parties engagées par l'accord et comporte une part d'arbitraire ; il s'agit donc d'un accord politique entre la BCE et les gouvernements dont l'objectif est de les forcer à collaborer pour optimiser la politique de l'Union.

Un premier élément d'accord conduisant à une recherche d'optimisation du *policy mix* (règle n°1) pourrait résulter d'un engagement simultané de la BCE de transformer la fonction de réaction (1) en règle de politique monétaire à condition que les onze gouvernements s'engagent à couvrir  $B_t^* - B_{lt}$  par des recettes nouvelles ou des réductions de dépenses autres que celles déjà ciblées sur les engagements de retraite. Sinon, la BCE rajouterait dans la relation (1) un terme qui serait fonction de  $B_t^* - B_{lt}$ . Pour simplifier, on considérera que ce terme est un multiple  $\lambda$  de l'écart précédent.

La fonction de réaction de la BCE devient alors :

$$(2) r_{t \text{ nominal}}^* = \lambda(B_t^* - B_{lt}) + r_{t \text{ neutre réel}}^* + p_{\text{lissée } (t-1)} + 0,5 y_{(t-1)} + 0,5 (p_{\text{lissée } (t-1)} - p_{\text{cible}})$$

En reprenant la formulation (1) bis,  $p_{\text{anticipée } t}$  est l'inflation anticipée si  $B_t^* = B_{lt}$ . Mais si  $B_t^* > B_{lt}$ , alors la BCE ajoute le terme  $\lambda(B_t^* - B_{lt})$  à l'inflation anticipée, donnant la formulation suivante de la règle n°1:

$$(2) \text{bis } r_{t \text{ nominal}}^* = r_{t \text{ neutre réel}}^* + (p_{\text{anticipée } t} + \lambda(B_t^* - B_{lt})) + 0,5 y_t + 0,5 (p_t - p_{\text{cible}})$$

Dans ce cas, les gouvernements savent que s'ils n'œuvrent pas pour réduire ou pour éliminer  $B_t^* - B_{lt}$ , on risque d'entrer dans une dynamique destructrice de la dette (enclenchement d'un effet boule de neige). En effet, avec  $B_t^* - B_{lt}$  positif,  $r^*$  augmente ce qui alourdit la charge d'intérêts sur la dette publique.

Les onze gouvernements devraient ensuite allouer  $B_{it}$  entre eux selon une règle à définir (règle n°2). On peut proposer deux variantes de la règle n°2. Selon la première,  $B_{it}$  serait alloué en fonction de la part de chaque pays dans le PIB de la zone. Selon la deuxième,  $B_{it}$  serait alloué en fonction de la moyenne de la somme de la part de chaque pays dans le PIB de la zone et de la part de sa dette publique dans la dette de la zone  $B_t$ . La deuxième variante donnant une prime aux pays les plus endettés, il est probable que c'est la première variante qui serait retenue. Chaque pays  $i$  devrait alors s'engager à couvrir l'écart  $B_{it}^* - B_{it}$ . On pourrait imaginer un jeu de pénalités en cas de non-respect des engagements pris par un pays de réduction des déficits des régimes de retraite (par exemple, une réduction du refinancement accordé par la BCE à l'économie du pays considéré).

Pour éviter que l'application de la règle n°2 ne soit insupportable en cas de choc asymétrique, si l'on se livrait à une interprétation statique, décentralisée et dogmatique, il serait parfaitement clair que les onze pays sont engagés collectivement vis-à-vis de la BCE par la règle n°1, mais qu'ils peuvent modifier la répartition du financement de  $B_{it}^* - B_{it}$  selon l'évolution de la conjoncture dans chaque pays (on réintègre les écarts de croissance entre les pays).

Les onze pays pourraient convenir que cette répartition (règle n°3) serait fonction de la répartition du déficit public entre déficit conjoncturel et déficit structurel dans chaque pays. Les pays ayant une part relative de déficit conjoncturel plus élevée que la moyenne ne seraient pas tenus temporairement à couvrir la part qui leur revient dans  $B_{it}^* - B_{it}$ . Ceci suppose que les pays qui ont un excès de déficit structurel fassent un effort supplémentaire de réduction de leurs déficits de sorte que la règle n°1 soit respectée.

On pourrait imaginer que la règle n°1 soit plus sophistiquée afin de tenir compte de la nature des dépenses publiques, entre dépenses de consommation et de transfert d'un côté, et dépenses d'investissement de l'autre. La difficulté vient de ce qu'il est difficile de ventiler certaines dépenses entre consommation et investissement (par exemple, avec les dépenses d'éducation). Comme le note Buitier (1998) : « La stratégie optimale d'endettement public ne peut être arrêtée qu'en considérant l'ensemble des dépenses publiques et des capacités de l'Etat à lever l'impôt, maintenant et dans le futur ».

Le risque que la BCE mène rapidement une politique monétaire trop restrictive, afin d'anticiper les effets inflationnistes des déficits prévisibles des régimes de retraite publics, doit conduire les pays membres de l'Union monétaire à onze à rechercher un accord de long terme avec la BCE permettant d'optimiser le *policy mix* européen dans les années 2000.

L'histoire récente de la politique économique européenne conduit à proposer d'établir entre la BCE et les onze gouvernements les bases d'une coopération par des règles afin d'éliminer les suspicions réciproques entre les acteurs et les insuffisances de la coopération par la décision discrétionnaire.

### BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M., DE BOISSIEU C. (1998), « La responsabilité de la future Banque centrale européenne », dans Conseil d'Analyse Economique, *Coordination européenne des politiques économiques*, La Documentation française.
- ARTUS, P. (1996), *Déficits publics, Théorie et pratique*, Economica.
- BARTOLINI L., RAZIN A., SYMANSKY S. (1995), « G-7 fiscal restructuring in the 1990s: macroeconomic effects », *Economic Policy*, 20, p. 111-146.
- BUITER, W. (1998), *Notes on a « code for fiscal stability »*, Working Paper 6522, NBER.
- BUITER, W. (1985), « A guide to Public sector and deficits », *Economic Policy*, 2, p. 14-79.
- CHAUVEAU T., LOUFIR R. (1995), « L'avenir des régimes publics de retraite dans les pays du G7 », *Revue de l'OFCE*, 52, p. 49-103.
- DRUMETZ F. et VERDELHAN A. (1997), « Règle de Taylor : présentation, application, limites », *Bulletin de la Banque de France*, n°45, p. 81-87.
- EICHENGREEN B., WYPLOSZ C. (1998), « Stability Pact : More than a minor nuisance ? », *Economic Policy*, 26, p. 65-113.
- GOLDMAN SACHS (1996), *The International Economic Analyst*, volume 11, Issue 6.
- JACQUET P. (1998), « L'Union monétaire et la coordination des politiques macroéconomiques », dans Conseil d'Analyse Economique, *Coordination européenne des politiques économiques*, La Documentation française.
- JAILLET P. (1998), « Stratégies de politique monétaire », *Revue économique*, 3, vol 49, P. 629-641.
- MUET P-A (1998), « Déficit de croissance en Europe et défaut de coordination : une analyse rétrospective », dans Conseil d'Analyse Economique, *Coordination européenne des politiques économiques*, La Documentation française.
- TAYLOR J.B. (1993), « Discretion versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39.

