

ÉDITORIAL

JEAN-PAUL POLLIN ET PIERRE JAILLET*

LES ARTICLES réunis dans ce numéro tentent de faire le point de la réflexion sur la combinaison optimale des politiques macro-économiques. Dans les années récentes cette réflexion a naturellement été questionnée et influencée par les transformations du contexte économique et institutionnel. En particulier la globalisation financière a bouleversé les conditions d'exercice de la politique monétaire parce qu'elle a beaucoup compliqué la formation et l'impact des taux d'intérêt et des taux de change. De même la montée des dettes et des déficits publics dans la plupart des pays industrialisés a compromis les marges de manœuvre des politiques budgétaires. Et surtout la mise en place de l'Union monétaire européenne va créer une configuration parfaitement originale dans laquelle une politique monétaire unique va se trouver associée à des politiques budgétaires multiples.

7

Mais la théorie du *policy-mix* s'est aussi enrichie des avancées méthodologiques qui se sont succédées dans le champ de la macro-économie depuis l'article fondateur de R. Mundell. Si les questions de fond n'ont guère changé (existe-t-il une séparation possible entre les différents volets de la politique économique? Quels instruments affecter aux différents objectifs?), les réponses que l'on y apporte se sont beaucoup sophistiquées. On trouvera retracées dans l'article de J.-B. Desquilbet et P. Villieu les grandes lignes de cette progression.

Dans le système keynésien statique, sur lequel raisonnait R. Mundell, le fait de déléguer à deux autorités agissant indépendamment le soin de régler la conjoncture a quelque chose d'artificiel. La résolution du modèle détermine le niveau optimal des variables de politique économique sans qu'il soit besoin de s'en approcher, par un processus de tâtonnement, et donc sans qu'il soit utile de s'interroger sur sa stabilité. L'émergence du principe de cohérence temporelle des décisions a donné un fondement beaucoup plus solide à l'affectation d'un

* Respectivement directeur du Laboratoire d'Économie d'Orléans et directeur des études et statistiques monétaires, Banque de France

objectif indépendant à la politique monétaire. En confiant une mission précise et vérifiable à la Banque centrale on rend crédible un engagement sur la stabilité des prix, et l'on élimine le biais inflationniste qui résulte de la tentation d'arbitrage entre inflation et niveau d'activité. On isole un objectif (et la politique qui le prend en charge) parce que c'est la condition de sa réussite. Ainsi se trouve notamment justifiée l'indépendance de la Banque centrale.

Ces résultats constituent une critique forte de l'activisme keynésien de régulation monétaire. Mais ils ne sont pas très surprenants dans la mesure où ils reposent sur un postulat d'équilibre de l'économie. S'il est avéré que les ajustements de marchés sont assez rapides et efficaces pour maintenir le système au voisinage du plein emploi (du taux de change d'équilibre) on comprend bien qu'il soit préférable d'ôter à la Banque centrale toute velléité de stimulation de l'activité économique; celle-ci ne servirait qu'à perturber les plans des agents économiques. Tout juste peut-on attendre des autorités monétaires qu'elles stabilisent les chocs aléatoires susceptibles d'affecter l'offre ou la demande globale. Le raisonnement s'applique d'ailleurs aussi bien aux autres volets de la politique économique : en ce sens la politique budgétaire mérite également d'être neutralisée. Il s'agit en définitive d'une contestation de toute régulation macro-économique, considérant la montée et la persistance des déséquilibres comme des phénomènes structurels.

Naturellement le diagnostic est bien différent si l'on admet que l'économie peut se situer de façon durable hors de l'équilibre, du fait de rigidités nominales que la politique monétaire a vocation à corriger; ou s'il n'est même pas possible de définir une position d'équilibre indépendante des états et des impulsions macro-économiques de court terme, par le fait de phénomènes d'hystérèses. Dans ce cas, les politiques économiques retrouvent leur raison d'être et se repose la question de l'utilisation optimale des instruments. Toutefois l'enrichissement du modèle keynésien de base (la prise en compte des effets d'offre ou du jeu entre les autorités et les agents économiques) conduit à formuler le problème non plus seulement en termes d'affectation mais aussi de coordination de ces instruments.

Aujourd'hui le cœur des débats autour du *policy mix* concerne en effet l'interdépendance des politiques économiques. Il s'agit en particulier de prendre la mesure et de tirer les conséquences de l'incidence réciproque des politiques monétaires et budgétaires. Plusieurs arguments fondent cette interaction :

- d'abord parce que le maniement de la dépense publique, qu'il soit ou non financé par l'impôt, a des effets distordants sur l'allocation des ressources. Il est donc susceptible d'affecter le taux d'intérêt d'équilibre

de l'économie, qui constitue le point de référence pour l'orientation de la politique monétaire;

- ensuite et surtout parce que la stimulation budgétaire engage l'avenir, au travers de l'accumulation de la dette publique. Lorsque celle-ci s'alourdit l'incitation à sa monétisation s'accroît, ce qui remet en cause la crédibilité de la politique monétaire. En sens inverse, des taux d'intérêt trop élevés conduisent (à solde primaire donné) à une augmentation cumulative de la dette publique qui peut s'avérer intenable. De sorte qu'une politique monétaire trop rigoureuse perd également sa crédibilité selon l'« arithmétique déplaisante » décrite par T. Sargent et N. Wallace. En se plaçant dans le cadre de l'Union économique et monétaire, on peut aussi souligner que le surendettement d'un ou plusieurs États-membres susciterait l'émergence de primes de risque sur les taux d'intérêt de la zone et une « surcharge » de la politique monétaire unique de nature à réduire ses marges de manœuvre et donc son efficacité. On voit que dans tous les cas, les contraintes de financement des déficits publics créent une interdépendance très claire entre les deux grands volets de la politique macro-économique. Ceci crée une situation de jeu qui fonde l'utilité d'une coopération entre les autorités monétaire et budgétaire.

Cette idée n'est pas contradictoire avec le principe d'autonomie de la Banque centrale. Comme le fait remarquer C. Aubin, dans le contexte d'un jeu répété chacun des acteurs apprend à connaître les limites de ses probabilités d'actions; chacun finit par comprendre que la crédibilité de ses décisions dépend de la pertinence de la politique d'ensemble. Le cloisonnement institutionnel entre les autorités budgétaire et monétaire ne serait donc qu'un arrangement destiné à assurer un équilibre entre des objectifs partiellement contradictoires à court terme. Même en Allemagne où la Bundesbank dispose non seulement d'une forte indépendance mais aussi d'un réel soutien de l'opinion publique, elle est amenée à composer avec le gouvernement fédéral. Dans l'article qu'il consacre à la conception allemande du *policy mix* H. Bonnaz montre bien qu'il existe entre les deux autorités des discussions incessantes sur l'ensemble de la politique économique. De ces débats, non dénués de tensions, émerge un *policy mix* plus cohérent qu'on ne pourrait l'imaginer au regard des acteurs concernés (État fédéral, *Länder*, partenaires sociaux, Banque centrale). Au demeurant différents travaux économétriques ont établi que la fonction de réaction à court terme de la Bundesbank faisait entrer en considération une combinaison complexe de variables, sans remise en cause de l'objectif final de stabilité des prix.

Pour autant, l'éventualité d'un jeu non coopératif conduisant à un *policy mix* sous optimal ne constitue pas une hypothèse d'école. Il

semble même que l'on puisse trouver le trace d'un tel cas de figure dans les performances de l'économie française au cours de ces dix dernières années. C'est du moins ce que suggèrent P. Morin et F. Thibaut dans leur contribution sur l'historique du *policy mix* français dans les années quatre-vingt-dix. L'analyse détaillée des politiques mises en œuvre montre selon ces auteurs que le creusement du déficit budgétaire aurait été causé par le ralentissement de la croissance et le niveau très élevé des taux d'intérêt réels : il aurait donc été largement subi. C'est la volonté de maintenir la parité franc-mark et l'alignement sur la règle monétaire allemande qui auraient provoqué, par « effet de boule de neige », l'expansion de la dette publique. Cela donne à penser qu'au moment de la réunification une autre combinaison des décisions monétaires et budgétaires, c'est-à-dire en fin de compte, une coopération entre la France et l'Allemagne préfigurant le régime d'Union économique et monétaire, aurait peut-être permis de dégager de meilleures solutions.

C. Aubin souligne cependant que la question de la coordination des politiques monétaire et budgétaire se posera avec encore plus d'acuité dans le cadre de l'Union monétaire européenne. Parce que la Banque centrale va se trouver placée face à un ensemble de gouvernements dont les préférences et les intérêts seront pour une part divergents; il sera dans ces conditions bien difficile de s'entendre sur les termes d'un équilibre coopératif. Sans autorité budgétaire commune identifiable, la Banque centrale aurait tendance à faire prévaloir ses préférences propres et pourrait surtout être conduite à assumer seule la responsabilité du *policy mix* de l'Union. C'est bien là la justification essentielle du « Conseil de l'euro » que la France s'est efforcée de promouvoir et dont l'article de D. Strauss-Kahn dessine les enjeux et le champ de compétence. Il est clair désormais que la mise en place d'une union monétaire nécessitera non seulement un renforcement de la coopération économique mais aussi l'émergence d'une autorité commune. Il est capital de limiter les effets d'un jeu destructeur entre la Banque centrale et les autorités budgétaires si elles en venaient à poursuivre des objectifs contradictoires. En contraignant l'ampleur des déficits publics on incite à une réduction du niveau des taux d'intérêt. On peut en attendre la formation d'équilibres plus satisfaisants, combinant une plus grande modération budgétaire et une moindre rigueur monétaire.

C'est en ces termes que D. Eyssartier et J.-L. Nakamura analysent le programme de convergence auquel se sont ralliés les États-membres de l'Union depuis 1994. Ils considèrent que l'assainissement accéléré des finances publiques résultant de l'engagement européen est susceptible d'induire une baisse sensible des taux d'intérêt (de 1,1 % à 5,2 % selon les pays), qui surcompenserait progressivement l'impact restrictif des

efforts budgétaires. Dans ces conditions, les simulations effectuées avec le modèle NIGEM montrent que le programme de convergence conduirait assez vite à des gains en termes d'emploi et de production. Mais les auteurs conviennent que ce résultat dépend crucialement de l'hypothèse faite sur l'évolution des taux d'intérêt. Or, nous possédons très peu d'assurance empirique quant à l'incidence des déficits sur le niveau des taux d'intérêt, aussi bien au niveau national qu'international. Il est donc très difficile de se prononcer sur les externalités associées aux déficits publics qui servent à justifier leur limitation.

Cette question renvoie à l'opportunité de l'application des règles de discipline budgétaire formalisées dans le Pacte de stabilité et de croissance.

L'application de ce Pacte pose en effet un dilemme entre discipline et marges de manœuvre dont il semble qu'il ne puisse se résoudre que dans une optique temporelle. À long terme, le retour à un solde budgétaire structurel proche de l'équilibre accroîtra incontestablement les marges de réaction des États-membres aux aléas conjoncturels ou à l'occurrence de chocs asymétriques, ce qui est crucial en l'absence de budget fédéral. Au cours des premières années de l'UEM, cependant, la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance peut entraîner des contraintes fortes sur les politiques budgétaires nationales dès lors qu'il faudra, selon l'expression imagée de J.-C. Trichet « recharger le fusil budgétaire » aujourd'hui enrayé dans plusieurs États. Ainsi, l'usage des politiques budgétaires sera pendant plusieurs années contraint dans la plupart des États-membres par la nécessité de dégager l'excédent primaire indispensable pour ramener les dettes publiques sur un sentier soutenable et/ou réduire les déficits structurels apparus dans la première moitié des années quatre-vingt-dix.

Le grippage des instruments de régulation macro-économique pourrait d'ailleurs bien faire naître des conflits, à la mesure des disparités conjoncturelles. Le risque est en premier lieu de buter assez vite sur le seuil des 3 %; ensuite, le simple fait d'annoncer un encadrement des déficits publics est susceptible d'induire des comportements de consommation non keynésiens capables d'émousser l'efficacité de la politique budgétaire. C'est l'hypothèse qu'envisagent J.-P. Cotis, B. Crepon, Y. L'Hory et R. Meary dans la contribution qu'ils consacrent à l'évolution du code des stabilisateurs automatiques au cours des dix dernières années. Partant de la rupture mal expliquée de la fonction de consommation depuis le début des années quatre-vingt-dix, ils tentent de voir si l'on peut en rendre compte par un comportement de type ricardien : la rectification programmée des déficits aurait incité à accroître le taux d'épargne. Les estimations réalisées font apparaître une

incidence significative des déficits et de la dette publique sur la propension à consommer depuis 1992, c'est-à-dire depuis l'apparition des critères de Maastricht. Mais ces résultats ne sont pas totalement convaincants, et en particulier il est possible que ce soient plutôt les variations du taux de chômage (corrélées aux déficits publics) qui constituent la bonne variable explicative. L'interprétation serait dans ce cas bien différente, même si l'effet sur les stabilisateurs automatiques allait dans le même sens. Si par contre on adhère à l'idée de comportements non keynésiens, il se pourrait que ceux-ci s'infléchissent avec l'entrée dans l'UEM, c'est-à-dire avec l'achèvement du programme de convergence. A cet égard, la limitation des déficits au seuil des 3 % en régime permanent ne pourra qu'influencer les anticipations des agents économiques.

Un des objectifs du Pacte de stabilité et de croissance est de rendre compatibles les décisions de finances publiques des États-membres, de façon à éviter que certains d'entre eux ne reportent sur leurs partenaires les charges liées à des politiques budgétaires laxistes. Il n'épuise pas toutes les dimensions de la coordination des politiques économiques. D. Strauss-Kahn et J.-C. Trichet convergent ainsi sur l'idée que le strict respect du seuil des 3 % ne garantit pas à lui seul un *policy mix* optimal. D'abord parce que ce seuil ne saurait être atteint qu'en phase de basse conjoncture; ensuite parce que son respect peut masquer des politiques budgétaires divergentes. Or l'équilibre du *policy mix* de l'union suppose leur cohérence, sans quoi la politique monétaire unique du SEBC pourrait être perçue comme la seule composante susceptible d'être mobilisée et donc comme un possible « bouc émissaire ». En outre, le *policy mix* de l'union serait dans ces conditions peu « visible » aux yeux de l'opinion publique et des marchés.

En outre, une coordination requiert une entente (explicite ou non) sur une constellation de déficits ou d'excédents qui permette de gérer les situations conjoncturelles des diverses économies de la zone. La question se pose notamment dans le cas où diffèrent les sensibilités des déficits publics aux fluctuations conjoncturelles. Le fait d'imposer une uniformité des équilibres ou des déséquilibres budgétaires peut alors poser problème. Il faut se demander si cette configuration peut être atteinte par le jeu de décisions individuelles, ou si elle nécessite des décisions concertées. Dans son article, P. Artus montre que sous certaines hypothèses, l'opération peut s'effectuer de façon décentralisée : face à des chocs de demande asymétriques, si la Banque centrale fixe son taux en fonction de l'optimum social de la zone, les politiques budgétaires menées indépendamment dans chaque pays, doivent parvenir à corriger les déséquilibres. Le fait de plafonner les déficits ne présente, dans ces conditions, aucun avantage.

J. Creel et H. Sterdyniak abordent également ce thème dans leur article et ne remettent pas en cause ce mécanisme. Mais ils font remarquer que pour atteindre cet équilibre collectif, il faut au préalable s'entendre sur les objectifs poursuivis par la Banque centrale d'une part et par chaque pays d'autre part. Quel est d'ailleurs le contenu de cet optimum social? Même si le maniement des instruments peut être décentralisé, il faut au moins un accord précis sur les équilibres recherchés : quel niveau du chômage d'équilibre, quel niveau des équilibres budgétaires structurels, quels indicateurs de décalages conjoncturels...? On ne peut donc faire l'économie d'une forte coordination des politiques budgétaires nationales, ce qui nous ramène au rôle stratégique du Conseil de l'euro.

Encore faut-il préciser que le traitement des chocs de demande asymétriques n'est pas le problème le plus délicat à résoudre. La réponse optimale à des chocs d'offre asymétriques (qu'aucun des articles n'aborde) suppose une coordination bien plus exigeante. Dans ce cas, on montre en effet que des politiques budgétaires non concertées seront systématiquement trop expansionnistes. En cherchant à compenser l'impact du choc, des décisions décentralisées engendrent des effets inflationnistes dans les économies partenaires. En l'absence d'une coordination la négligence de ces externalités conduira à des politiques sous optimales.

Une façon de conduire cette coopération sans faire peser une contrainte exorbitante sur la gestion conjoncturelle de chaque État de la zone, consiste à concevoir des compensations directes entre les économies soumises à des chocs asymétriques. En d'autres termes, la question se pose de savoir si l'on peut substituer des transferts entre États (les États en situation favorable aidant ceux en difficulté) aux transferts inter temporels (les États en difficulté acceptant un déficit budgétaire et s'endettant pour faire face à un problème conjoncturel). Différentes solutions ont été évoquées dans cette perspective et notamment la création d'un fonds d'action conjoncturelle cohérente avec l'idée d'un renforcement du budget communautaire, qui permettrait d'engendrer un mécanisme de volontaristes de régulation. Or dans l'état actuel des choses, le budget fédéral européen apparaît excessivement faible pour répondre à cette ambition. Au regard des comparaisons internationales, c'est même là une situation exceptionnelle qui peut laisser présager une évolution rapide et sensible. Une autre logique, développée par d'autres auteurs, est que les marges de manœuvre budgétaires retrouvées par les États-membres grâce au respect de la discipline de moyen terme imposée par le Pacte de stabilité et de croissance permet précisément de faire l'économie de mécanismes fédéraux lourds et complexes à gérer (et auxquels tous les États-membres se disent aujourd'hui opposés).

La préoccupation d'un essor des fonctions budgétaires fédérales peut être prolongée au plan des dépenses publiques d'allocation et de redistribution dans l'UEM. C'est précisément à ce thème que s'intéresse l'article de P. Llau. Le budget communautaire qui leur est consacré apparaît d'autant plus faible (1,2 % du PIB communautaire) que la plus grande partie en a été jusqu'ici réservée à la politique agricole commune. Or, le développement de ces dépenses est crucial pour l'homogénéisation des structures productives européennes, qui rend plus acceptable l'aiguïsement de la concurrence et plus équilibré l'impact des politiques économiques. Le développement est également souhaitable parce que les effets de débordements des biens publics (le fait qu'un citoyen européen puisse bénéficier de services produits dans d'autres pays partenaires) et les phénomènes de compétition fiscale risquent des investissements insuffisants dans les services publics si leur offre est laissée à la seule initiative des États. De ce point de vue, les perspectives tracées par les 15 sont extrêmement modestes (1,27 % du PIB communautaire pour 1999), même si elles s'accompagnent d'une stagnation relative des dépenses consacrées à la PAC. P. Llau appelle à plus d'ambition en ce domaine.

14

Cette idée de développement du fédéralisme budgétaire est d'ailleurs partagée par plusieurs auteurs de ce numéro, pour qui il s'agit d'un complément indispensable à la mise en place de l'Union monétaire. On relève à cet égard une forte convergence sur l'idée que l'introduction d'une monnaie unique en Europe sera bien le prétexte ou l'instrument d'une intégration économique et politique renforcée.