

# Les limites du cadre institutionnel européen The Limits of the European Institutional Framework

Séverine Menguy

Volume 82, numéro 3, septembre 2006

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/014920ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/014920ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)

1710-3991 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Menguy, S. (2006). Les limites du cadre institutionnel européen. *L'Actualité économique*, 82(3), 395–418. <https://doi.org/10.7202/014920ar>

Résumé de l'article

Cet article propose une revue de la littérature des limites du cadre institutionnel actuel de l'Union européenne. Tout d'abord, il apparaît que les statuts de la Banque centrale européenne, et en particulier son objectif quasi exclusif de maintien de la stabilité des prix, ne facilitent pas les possibilités d'harmonisation des politiques budgétaires entre les pays membres. Ensuite, la coordination budgétaire institutionnelle semble encore insuffisamment développée en Europe. De plus, les contraintes imposées par le Pacte de stabilité et de croissance sont trop statiques : elles sous-valorisent le critère de dette publique et imposent des normes uniformes à des pays dont les situations et les dépenses publiques sont très hétérogènes. Enfin, il serait préférable que ces contraintes portent seulement sur la part structurelle des déficits publics et comportent davantage de symétrie dans les différentes phases du cycle économique. Or, la réforme du Pacte intervenue en mars 2005 n'apporte que des réponses imparfaites à certaines de ces limites.

## *Les limites du cadre institutionnel européen\**

Séverine MENGUY

*EconomiX*

*Université de Paris X -Nanterre*

RÉSUMÉ – Cet article propose une revue de la littérature des limites du cadre institutionnel actuel de l'Union européenne. Tout d'abord, il apparaît que les statuts de la Banque centrale européenne, et en particulier son objectif quasi exclusif de maintien de la stabilité des prix, ne facilitent pas les possibilités d'harmonisation des politiques budgétaires entre les pays membres. Ensuite, la coordination budgétaire institutionnelle semble encore insuffisamment développée en Europe. De plus, les contraintes imposées par le Pacte de stabilité et de croissance sont trop statiques : elles sous-valorisent le critère de dette publique et imposent des normes uniformes à des pays dont les situations et les dépenses publiques sont très hétérogènes. Enfin, il serait préférable que ces contraintes portent seulement sur la part structurelle des déficits publics et comportent davantage de symétrie dans les différentes phases du cycle économique. Or, la réforme du Pacte intervenue en mars 2005 n'apporte que des réponses imparfaites à certaines de ces limites.

ABSTRACT – *The Limits of the European Institutional Framework.* This paper propounds a review of literature about the limits of the current European institutional framework. First, it appears that the status of the European Central Bank, and particularly its quasi exclusive aim to maintain the stability of prices, don't ease the possibilities of harmonization of the budgetary policies between the member countries. Then, the institutional coordination of the budgetary policies seems nowadays insufficiently developed in Europe. Moreover, the constraints imposed by the Stability and Growth Pact are too much static: they undervalue the importance of the level of the public debt, and they impose the same norm of public deficits to countries which situations and budgetary expenditures are very heterogeneous. Finally, the budgetary constraints should better be related only to the structural part of the public deficits, and they should be made more symmetric in the different phases of the economic cycle. But the reform of the Pact which took place in March 2005 does only bring imperfect answers to some of these limits.

---

\* Je remercie le rapporteur anonyme de *L'Actualité économique* pour ses remarques, qui m'ont permis d'améliorer la rédaction de ce papier. Je remercie également les membres du MINI-FORUM pour leurs commentaires lors de la présentation d'une première version de ce papier, à l'occasion d'un séminaire interne. Naturellement, les erreurs et omissions éventuelles qui pourraient demeurer restent de ma seule responsabilité.

## INTRODUCTION

Le cadre institutionnel de l'Union européenne est généralement rendu responsable d'une grande partie des difficultés économiques actuelles rencontrées par les pays européens. En effet, alors que la croissance économique a pu redémarrer aux États-Unis après les attentats de 2001, soutenue par des politiques économiques complémentaires et actives dans la recherche de conditions propices à une croissance non inflationniste avec la mise en place d'un *policy-mix* global cohérent, l'Union européenne semble connaître des problèmes structurels plus importants. En effet, le cadre institutionnel européen ne paraît pas favoriser l'existence d'un véritable dialogue entre les autorités monétaires et budgétaires. La nouvelle Banque centrale européenne (BCE), dont l'objectif prioritaire est le maintien de la stabilité des prix, mène une politique monétaire généralement qualifiée de trop restrictive et n'apparaît pas suffisamment concernée par les difficultés conjoncturelles rencontrées par beaucoup de pays membres de l'Union économique et monétaire. Quant aux gouvernements européens, alors que certains pays ont été en récession, voire même menacés par un risque déflationniste (l'Allemagne), les contraintes du Pacte de stabilité et de croissance les ont empêchés de mener des politiques budgétaires actives de soutien de l'activité.

Dans ce contexte, pour sortir de l'impasse économique dans laquelle elle semble enfermée, l'Union européenne devrait sans doute accepter de reconsidérer certains éléments de son cadre institutionnel, afin de le rendre plus flexible et plus apte à faire face à des chocs économiques majeurs, à des difficultés économiques d'envergure. Le présent article relève plutôt de la revue de la littérature économique. Après avoir répertorié les limites essentielles du cadre institutionnel européen actuel, il mentionne parallèlement les voies de l'aménagement minimal de ce cadre pour une plus grande efficacité des décisions économiques. Certaines de ces voies, mais pas toutes, ont été retenues avec l'accord sur la réforme du Pacte de stabilité et de croissance entériné le mardi 22 mars 2005 par les chefs d'État et de gouvernement de l'Union européenne. Soulignons que nous ne mentionnerons ici que les mesures ne nécessitant pas d'augmentation des pouvoirs supranationaux des organes communautaires ou s'apparentant au fédéralisme budgétaire. En effet, cela nécessiterait une intégration politique beaucoup plus aboutie en Europe, pour laquelle les citoyens ne sont aujourd'hui pas prêts.

Tout d'abord, la première section analyse dans quelle mesure les statuts de la Banque centrale européenne limitent les possibilités de mettre en place un *policy-mix* cohérent en Europe. Puis, la deuxième section étudie les problèmes posés par les contraintes budgétaires spécifiques qui pèsent sur les politiques des pays membres de l'Union européenne. Enfin, la dernière section conclut et élargit le cadre d'analyse à la coordination entre les autorités économiques.

## 1. LES STATUTS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Tout d'abord, analysons les limites posées par la mission statutaire même de la Banque centrale européenne. La BCE est la seule institution européenne de

type pleinement fédéral; elle a en charge la politique monétaire commune de l'ensemble de la zone euro, politique centralisée dans sa conception. Or cette banque centrale, très largement indépendante, a pour mission essentielle quasi exclusive le maintien de la stabilité des prix. Ce rôle assigné est alors, naturellement, une première limite à l'harmonisation des politiques budgétaires et à la définition d'un *policy-mix* cohérent en Europe, même si les difficultés que nous mentionnerons ne sont pas toujours propres à l'Union européenne.

### 1.1 Une banque centrale peu transparente mais surtout peu compréhensible

Tout d'abord, la Banque centrale européenne est très largement indépendante, car cette condition est communément considérée comme nécessaire à la crédibilité d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix. Or, l'indépendance de la BCE par rapport aux autorités nationales se justifie, pour éviter toute forme d'expression de comportements opportunistes. En revanche, son indépendance par rapport à toute autorité européenne apparaît plus contestable, dans la mesure où cela établit une coupure radicale entre la politique monétaire et les autres axes de la politique économique. Cela peut alors induire des conflits d'objectifs dans le *policy-mix* européen, une incompatibilité entre la politique monétaire unique et les politiques budgétaires décentralisées. Mais surtout, cette indépendance ne doit pas conduire à l'opacité ou à l'irresponsabilité de la politique monétaire, et à la poursuite autonome d'un objectif propre unique. C'est pourquoi, en contrepartie de son indépendance, une banque centrale doit nécessairement être responsable et prouver qu'elle atteint ses objectifs avec cohérence. Il a donc été prévu que la BCE rende régulièrement compte de ses activités et de sa politique aux différents organes communautaires. Ainsi, elle publie ses travaux de recherche, diffuse des bulletins mensuels et trimestriels axés sur les évolutions économiques dans la zone euro, et fait un rapport annuel sur ses activités.

Néanmoins, la transparence de la politique monétaire de la BCE reste encore aujourd'hui assez limitée. En effet, les minutes des débats du Conseil des gouverneurs de la BCE doivent rester confidentielles pendant un délai considérable de 60 ans et elles ne font pas, sauf exception, l'objet de comptes rendus officiels. La BCE donne seulement des conférences de presse mensuelles immédiatement après ces réunions, pour fournir quelques éléments d'explication de ses décisions. Or, de nombreux économistes considèrent que pour une banque centrale, la transparence dans l'utilisation de ses moyens d'action est la contrepartie politique nécessaire et obligatoire de son indépendance (Bruni, 1999; Buiter, 1999; Artus et Wyplosz, 2002). Selon eux, il serait donc bénéfique que la BCE accroisse ses efforts d'ouverture en direction des autorités budgétaires des pays européens. Par exemple, la présentation du rapport annuel de la BCE donne trop souvent lieu à une discussion purement formelle, alors qu'il serait possible et souhaitable qu'elle soit l'occasion d'un renforcement de la coordination économique globale pour mettre en œuvre une stratégie macroéconomique cohérente en Europe. Plus précisément, les efforts de transparence faits par la BCE ont trop souvent pour but de compenser la faiblesse des mesures institutionnelles effectives d'ouverture et de

coopération avec les autres centres de politique économique. Or, le dialogue entre autorités monétaires et budgétaires ne constituerait pas une remise en cause de l'indépendance de la BCE. Au contraire, permettre à la BCE d'expliquer ses choix et l'informer en retour des choix économiques de l'Union pourrait contribuer à préserver l'indépendance de la BCE en lui permettant de mieux résister aux pressions qu'elle pourrait subir; cela augmenterait certainement l'efficacité du *policy-mix* européen.

Mais en définitive, sur le plan théorique, Cukierman (2001) montre que le débat pour savoir s'il est désirable ou non qu'une banque centrale communique ses prévisions n'a pas pu être réellement tranché et fait toujours l'objet de controverses. Ainsi, Blinder (1998), Geraats (2001) ou Eijffinger *et alii* (2004) montrent que la communication avec le public améliore l'efficacité de la stabilisation macroéconomique réalisée par une banque centrale. Mais Amato *et alii* (2003) soulignent au contraire que la politique monétaire ne peut pas avoir une connaissance parfaite de ses canaux et de ses effets, ou des situations futures. Il y a donc un arbitrage à faire entre le besoin de révéler l'information aux agents privés pour leur permettre de prendre des décisions efficaces et le risque de provoquer des anticipations auto-réalisatrices excessives ainsi qu'une bulle en créant un « bruit » inadapté. Certains défendent même l'idée que la politique monétaire a besoin d'une part d'opacité pour être efficace.

Plus précisément, après avoir fait une revue très complète de la littérature sur la transparence des banques centrales, Winkler (2000) souligne que cette notion est plus complexe qu'il n'y paraît. En effet, divulguer une plus grande quantité d'informations n'augmente pas forcément la clarté de la communication s'il existe des imperfections dans la transmission des signaux aux agents économiques. En effet, l'essentiel est dans le degré de compréhension du processus de prise des décisions monétaires par le public, et donc dans la façon dont l'information est structurée et condensée dans un langage commun par la banque centrale, pour réduire l'incertitude sur l'interprétation que le public peut faire de l'information révélée. Dans le cadre de cette conception renouvelée de la transparence, le principal défaut de la BCE ne serait alors pas celui de communiquer trop peu d'informations. Cela serait plutôt de manquer de clarté dans le langage qu'elle utilise, avec pour corollaire que les déterminants effectifs de sa politique monétaire restent relativement flous pour les observateurs extérieurs.

Ainsi, les banquiers centraux ont eux-mêmes adopté, le 13 octobre 1998, les éléments principaux de la stratégie de politique monétaire de la BCE. Depuis lors, la stabilité des prix est définie comme « une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro ». Mais les agents économiques ont du mal à savoir clairement quels sont les déterminants suivis par la BCE pour respecter cette condition. Ainsi, la BCE (2003) a récemment pris ses distances, au moins à court terme, avec le premier pilier de sa politique, l'observation de la croissance de l'agrégat monétaire large M3. En effet, il existait un problème de crédibilité évident à annoncer une politique axée sur M3

et à toujours dépasser le taux de croissance ciblé de cet agrégat. Désormais, à court terme, sa stratégie est donc essentiellement basée sur l'observation des indicateurs avancés qui constituent son second pilier, tels que l'évolution des salaires horaires, des prix des matières premières, des capacités de production ou des taux d'intérêt à long terme. Néanmoins, les objectifs de politique monétaire de la BCE restent encore assez peu transparents. Personne ne peut réellement dire quels sont précisément les objectifs quantifiés qu'elle considère, la pondération exacte de chacun de ces objectifs dans sa fonction d'utilité, comment ils déterminent l'orientation de la politique monétaire à court et à moyen terme, et donc quels sont les vrais facteurs explicatifs des variations des taux d'intérêt directeurs européens.

Dans ce cadre, certains économistes, comme Pollin (2002), souhaiteraient la mise en place d'une règle précise et explicite guidant la conduite de la politique monétaire de la BCE, voire même d'une stratégie de ciblage de l'inflation dans la zone euro. Idéalement, il propose que la règle suivie soit une fonction de réponse systématique, identique de période en période, et qui inclut la prise en compte d'éléments conjoncturels. Néanmoins, Winkler (2000) et d'autres membres de la BCE se sont publiquement et plusieurs fois prononcés contre l'adoption d'une règle monétaire stricte, craignant une perception automatisée de leur propre comportement. Et nombreuses sont les banques centrales, à commencer par la FED, qui ne possèdent pas de telle règle.

En effet, la BCE ne souffre pas d'une insuffisante prédictibilité de son comportement, mais plutôt d'un manque de lisibilité de sa politique monétaire. Ainsi, dans le contexte de baisse de l'activité et de récession économique entre septembre 2001 et fin 2003, la FED n'a pas hésité à baisser ses taux d'intérêt jusqu'à 1 % (le 25 juin 2003), afin de soutenir la croissance aux États-Unis. Au contraire, en Europe, les conditions monétaires apparaissent actuellement particulièrement restrictives, en raison des normes relativement strictes de l'octroi du crédit, de la très forte appréciation du taux de change de l'euro par rapport au dollar, qui s'est récemment accentuée, et de l'absence de baisse importante des taux d'intérêt (fixés à 2 % depuis le 6 juin 2003). Si les agents économiques sont inquiets et critiquent la politique monétaire de la BCE, ce n'est donc pas tant parce qu'elle est peu transparente; c'est plutôt parce que cette politique apparaît peu compréhensible. Ainsi, selon Creel et Fayolle (2002b), pour assurer sa crédibilité, la BCE devrait faire un effort persévérant d'objectivation de ses décisions et les justifier par un diagnostic explicite et argumenté. De plus, elle devrait prendre en compte l'hétérogénéité structurelle de la zone euro et des canaux de transmission de sa politique, en ayant une vision détaillée de l'impulsion et de la propagation des chocs.

### *1.2 Un objectif de stabilité des prix trop exclusif*

La Banque centrale européenne a aussi pour tâche quasi exclusive de préserver la stabilité des prix. Ses statuts ne mentionnent aucune mission prioritaire de soutien de la croissance, contrairement à la loi qui régit le statut de la Réserve fédérale américaine par exemple. Certes, il est mentionné que « sans préjudice de

l'objectif de stabilité des prix », la BCE doit « soutenir les politiques économiques générales dans la Communauté conformément au principe d'une économie de marché où la concurrence est libre ». Cependant, les autres missions de la BCE sont considérées comme très secondaires et ne devant pas altérer la poursuite de son objectif prioritaire. Certains craignent alors que l'obsession monétaire de la BCE ne soit actuellement excessive et ne fasse oublier le contexte économique global ainsi que le fléau du chômage. Plus précisément, l'insistance sur le seul maintien de la stabilité des prix risque d'induire une politique monétaire trop restrictive et de se faire au détriment d'autres objectifs pourtant fondamentaux, comme le soutien de la croissance.

La BCE devrait peut-être adopter une pondération plus équilibrée de ses objectifs économiques, comme cela est le cas aux États-Unis par exemple. En effet, les statuts de la FED pondèrent équitablement ses missions de maintien de la stabilité des prix et de soutien de l'activité, ce qui a permis à l'autorité monétaire américaine de jouer un rôle essentiel pour éviter la récession aux États-Unis après les attentats de septembre 2001. La FED a ainsi accepté de baisser onze fois son principal taux directeur en 2001, le ramenant de 6,50 % à 1,75 %. En Europe, malgré le ralentissement flagrant de l'activité, la BCE n'a réduit que quatre fois ses taux d'intérêt, ceux-ci passant seulement de 4,75 % début 2001 à 3,25 % le 8 novembre. Or d'après Bibow (2003), par exemple, il serait nécessaire que la BCE acquière un rôle actif dans le soutien de la demande agrégée en Europe, dans la mesure où les gouvernements sont aujourd'hui contraints par le Pacte de stabilité et de croissance. En effet, si la BCE soutenait la croissance et l'emploi, cela faciliterait en retour la baisse des déficits publics et l'harmonisation des politiques budgétaires en Europe. Il propose donc que les autorités monétaires et budgétaires s'accordent sur une cible de PIB nominal transparente, afin de donner à l'Europe l'ancrage de croissance interne qui lui manque.

En fait, le problème essentiel est qu'en assignant un objectif unique à la BCE, le choix du *policy-mix* le plus adapté est automatiquement excessivement contraint. En effet, puisqu'une banque centrale indépendante n'est jamais assurée que les politiques budgétaires seront assez restrictives pour éviter l'inflation, le choix coopératif d'une politique monétaire expansive corrélée à des politiques budgétaires restrictives semble théoriquement exclu de manière arbitraire en Europe. Assigner à la BCE le seul objectif de lutte contre l'inflation implique implicitement une affectation rigide des instruments (les politiques monétaires et budgétaires) aux objectifs économiques (respectivement la stabilité des prix et le soutien de l'activité associé à la stabilisation conjoncturelle). Or, cette assignation arbitraire empêche théoriquement d'utiliser de manière combinée les instruments monétaire et budgétaire, et ne permet pas, comme le préconise la règle de Mundell (1968)<sup>1</sup>, d'affecter à un objectif l'instrument qui apparaît, dans un contexte donné,

---

1. Selon Mundell, il faut affecter chaque instrument à l'objectif pour lequel il a un impact plus grand. Donc en union monétaire, la politique monétaire doit gérer le cycle commun, l'équilibre externe et les parités avec le reste du monde. Quant aux politiques budgétaires des États membres, elles doivent généralement s'occuper des chocs asymétriques et de l'équilibre interne (production et inflation).

comme le plus approprié. Une affectation rigide entraîne aussi une perte d'efficacité pour la stabilisation conjoncturelle, puisque celle-ci est alors amenée à reposer presque exclusivement sur les politiques budgétaires.

Certes, les travaux économétriques montrent que la BCE ne réagit pas exclusivement au taux d'inflation actuel ou anticipé. Empiriquement, il apparaît qu'elle réagit également au taux d'utilisation des capacités de production et à l'*output gap*, qu'elle réagit à la situation cyclique au-delà de son impact sur l'inflation future, en suivant une sorte de règle de Taylor<sup>2</sup>. Mais dans ces conditions, pourquoi continuer alors d'afficher un objectif d'inflation quasi exclusif? L'objectif d'emploi devrait être rendu plus explicite, car l'ambiguïté des objectifs renforce l'incompréhension suscitée par la stratégie monétaire de la BCE pour les agents économiques, et en particulier pour les gouvernements européens.

### 1.3 Une cible d'inflation trop basse et trop étroite

Enfin, empiriquement, les banques centrales qui pratiquent aujourd'hui une politique de ciblage de l'inflation autorisent généralement des niveaux d'inflation plus élevés que la BCE<sup>3</sup>. Entre 1955 et 1998, une monnaie forte comme le mark s'est accommodée d'un taux d'inflation moyen de 3 %. On peut donc également critiquer le fait que la cible d'inflation adoptée par la BCE soit trop basse. C'est surtout l'asymétrie de son objectif de stabilité des prix (une inflation inférieure à 2 %) qui est ici à mettre en cause. En Europe, aucune baisse des taux d'intérêt ne peut réellement être anticipée si l'inflation tombe en dessous de sa limite supérieure, alors qu'au contraire, un durcissement de la politique monétaire est à attendre de manière quasi automatique si le rythme de l'inflation augmente. Pourtant en 2003, avec un risque de déflation en Allemagne, il aurait été bénéfique que les taux d'intérêt européens soient statutairement contraints de diminuer. L'exemple du Japon montre parfaitement qu'une fois enclenchée, la spirale déflationniste des prix et de l'activité est incontrôlable.

Des études montrent que s'approcher d'une inflation nulle est très dangereux. Pour des taux d'inflation très bas, la rigidité à la baisse des taux d'intérêt et des salaires nominaux est particulièrement importante. Coenen *et alii* (2003) décrivent parfaitement que l'efficacité de la politique monétaire pour relancer l'économie se détériore alors très rapidement. Mentionnons également que la BCE détermine sa politique monétaire en fonction des conditions économiques de la

---

2. La règle de Taylor postule que la banque centrale fixe son taux d'intérêt directeur en fonction de l'écart entre l'inflation courante et une cible d'inflation, et en fonction du taux d'utilisation des capacités, c'est-à-dire de l'*output gap* qui mesure l'écart entre l'activité économique et un potentiel de production.

3. La fourchette cible est : < 2 % en Suisse (1999), 0-3 % en Nouvelle-Zélande (1990), 1-3 % au Canada (1991), 2 % ± 1 % en Suède (1993), 2,5 % ± 1 % au Royaume-Uni (1993), 2-3 % en Australie (1993). Elle est supérieure pour les autres pays pratiquant le ciblage de l'inflation, dont la date de mise en œuvre est donnée entre parenthèses.



zone euro dans son ensemble. Or, les écarts de productivité entre les pays européens provoquent aujourd'hui des situations de rattrapage et des écarts d'inflation entre les pays<sup>4</sup>. Selon Artus et Wyplosz (2002 : 96), l'Allemagne pourrait ainsi, dans les années à venir, connaître une inflation structurellement plus faible que ses partenaires (de 0,6 à 0,9 points). Le bas de la fourchette retenue par la BCE pour l'inflation dans l'ensemble de la zone ne devrait donc pas être inférieur à 1 %, afin de se prémunir contre une déflation allemande.

La cible d'inflation retenue par la BCE est également sans doute trop étroite, comme le soutiennent Artus et Wyplosz (2002 : 97), étant donné l'amplitude des chocs potentiels (surtout d'offre) en Europe. Un choc d'offre défavorable provoque toujours une inflation sous-jacente et transitoire limitée qui, si la fourchette cible d'inflation est trop étroite, empêche la banque centrale de mener une politique monétaire temporairement plus expansive destinée à soutenir le niveau de l'activité économique<sup>5</sup>. En définitive, Creel et Fayolle (2002a), Fitoussi (2002) ou Artus et Wyplosz (2002) estiment qu'une cible d'inflation de 1-4 % sur un horizon d'au moins 2 ans serait plus appropriée pour la BCE. Elle serait réalisable assez souvent pour assurer la crédibilité de la politique monétaire. Elle laisserait davantage de marge de manœuvre à la BCE pour mener une politique monétaire expansive lorsque le soutien de l'activité s'avère nécessaire, et pour ne pas laisser reposer l'essentiel de la stabilisation conjoncturelle sur les gouvernements.

Le 8 mai 2003, consciente du fait que l'inflation souhaitable en Europe et plus proche de la limite haute que de la limite basse de sa fourchette 0-2 %, la BCE (2003) a légèrement modifié l'interprétation de sa cible. Elle a indiqué que les taux d'inflation dans l'Union européenne devaient être « proches de 2 % à moyen terme » afin « d'aménager une marge de sécurité suffisante pour se prémunir contre les risques de déflation ». Un conflit d'objectifs important demeure néanmoins entre les autorités européennes. Ceci est apparu tout à fait évident quand, suite à la révision du Pacte de stabilité et de croissance en mars 2005, la BCE a manifesté son mécontentement et son inquiétude pour la stabilité des prix en Europe.

## 2. LES CONTRAINTES SUR LES POLITIQUES BUDGÉTAIRES EUROPÉENNES

Les statuts institutionnels de la BCE ne facilitent donc pas la mise en œuvre d'un *policy-mix* efficace en Europe ainsi que les possibilités de flexibilité et d'harmonisation des politiques budgétaires. Ces statuts n'incitent pas la BCE à avoir un rôle actif dans la stabilisation conjoncturelle et cette dernière repose donc presque exclusivement sur les gouvernements. De plus, dans des États fédéraux comme les États-Unis ou le Canada, le budget fédéral a un rôle de redistribution des

---

4. C'est l'effet Balassa-Samuelson. Les pays qui connaissent initialement une productivité moindre bénéficient d'un rattrapage et d'une convergence progressive. Les prix des biens échangeables augmentent alors plus rapidement que ceux du secteur abrité et l'inflation est donc plus élevée dans ces pays.

5. En particulier les chocs comme la hausse des prix du pétrole en 2000 ou depuis la fin 2004.

richesses et de stabilisation considérable. Le fédéralisme budgétaire facilite donc la perte de l'autonomie des instruments de politique monétaire et du taux de change dans ces unions monétaires. En Europe, au contraire, le rôle des gouvernements est accru par la faiblesse du montant du budget communautaire (1,14 % du PIB) et par l'absence de mécanisme de stabilisation des chocs au niveau global européen. Or, parallèlement à ce renforcement de l'importance et de l'isolement des politiques budgétaires décentralisées pour la stabilisation des chocs au sein de l'Union économique et monétaire (UEM), des contraintes budgétaires particulièrement strictes sont venues brider ces politiques. Les limites du cadre institutionnel européen se trouvent donc essentiellement dans le manque d'organisation des politiques budgétaires décentralisées qui ne sont ni coordonnées ni organisées de manière cohérente, dans un cadre institutionnel qui soulève des problèmes nouveaux et très spécifiques à l'Union européenne.

En effet, l'UEM est une union monétaire sans unification politique et son modèle de *policy-mix* se caractérise donc par sa nature institutionnelle asymétrique. La politique monétaire européenne est actuellement gérée de manière fédérale et centralisée par le Système européen de banques centrales (SEBC), alors que les politiques budgétaires restent décentralisées. Dans ces conditions, en l'absence d'une coordination suffisante des politiques budgétaires, le risque est naturellement qu'il y ait autant de *policy-mix* que d'États membres de l'UEM. La concertation et la coordination budgétaire apparaissent ainsi essentiels à la définition du *policy-mix* approprié pour l'ensemble de l'Union européenne. Or, il semble très difficile de pouvoir identifier actuellement une orientation commune des politiques budgétaires européennes, alors que les intérêts des différents gouvernements nationaux n'ont jamais été aussi divergents. L'attention accordée au « pôle monétaire » de l'UEM contraste donc fortement avec le peu de dispositions organisant son « pôle économique ». Si la centralisation monétaire était acceptable, la création d'un véritable gouvernement économique européen aurait nécessité un transfert de compétences vers l'Union européenne beaucoup plus considérable, qui n'était pas acceptable politiquement par les États membres. C'est pourquoi le traité de Maastricht a défini la place des politiques budgétaires dans l'UEM à partir du principe de subsidiarité, et s'est réduit à encadrer strictement le niveau du déficit et de la dette publique. Quelles sont alors les limites et difficultés posées par cette coordination quasi exclusivement négative des politiques budgétaires en Europe?

### 2.1 Une coordination budgétaire institutionnelle peu développée

Dans la lignée du traité de Maastricht, le Pacte de stabilité et de croissance recherche plus la convergence à la baisse des politiques budgétaires, qui renvoie à la discipline budgétaire, qu'une véritable coordination de ces politiques, internalisant leurs effets externes. Mais, des contraintes sur les niveaux des déficits publics ne peuvent pas se substituer à l'organisation institutionnelle d'une coordination active et positive des politiques budgétaires, fondée sur des concertations productives et fréquentes entre les gouvernements européens.

Certes, une certaine coordination des politiques économiques a été introduite en Europe, en particulier dans les articles 3 et 103 du traité de Maastricht. Ainsi, l'article 103 du Traité charge le Conseil ECOFIN (Conseil des ministres de l'Économie et des Finances de l'Union européenne) d'élaborer un projet des Grandes orientations de politiques économiques, dont les recommandations constituent la référence pour les besoins de la surveillance multilatérale. De plus, pour faire contrepoids à la BCE, des instances de concertation et de décisions ont été mises en place pour organiser la composante budgétaire du *policy-mix* européen, avec le Conseil ECOFIN et l'Eurogroupe. Néanmoins, le Conseil ECOFIN assure davantage une surveillance passive qu'une véritable coordination et une mise en phase des politiques budgétaires des pays européens. Il se borne souvent à vérifier la conformité des orientations budgétaires avec un plan de convergence nominale des finances publiques et avec le respect des règles du Pacte de stabilité contraignant les déficits publics. La coopération entre les autorités économiques est restée plus négative que fondée sur une approche active de la coordination, la création positive de modes de concertation et de coopération dynamiques ou sur la mise en place de stratégies communes. Comme le souligne Creel (2004), plutôt que d'une homogénéité par les règles, l'Europe aurait besoin d'une coordination délibérément politique, afin de mettre en œuvre des politiques éventuellement différenciées selon les pays mais dont les effets sont favorables à tous les pays partenaires.

Plus précisément, il apparaît nécessaire qu'une autorité économique forte existe face à la BCE, pour qu'une coordination productive puisse s'engager entre l'autorité monétaire et les autorités budgétaires afin de définir en commun un *policy-mix* adapté. De ce point de vue, l'avancée actuelle vers une réelle discussion des programmes de convergence au sein du Conseil ECOFIN, des objectifs et des différents moyens mis en œuvre avant de valider les politiques adoptées par chacun des États membres est positive pour la coordination en Europe. Néanmoins, la coordination active des politiques budgétaires devrait sans doute encore être approfondie et améliorée au sein de l'Union européenne. Quant à l'Eurogroupe créé en décembre 1997, son statut d'organe informel, destiné à ce que les membres de la zone euro puissent débattre entre eux de sujets d'intérêt commun, l'a rendu incapable de prendre des décisions véritablement contraignantes. De plus, il reste soumis à la règle de l'unanimité, unanimité difficile à obtenir avec 12 ministres des Finances, et il est sans visibilité externe (présidence tournante). Il semble donc difficile qu'il devienne le lieu de la mise en place consensuelle d'une stratégie économique globale commune en Europe, même s'il a contribué à renforcer les liens personnels et la confiance entre les ministres.

Le Pacte de stabilité et de croissance contraint également chaque État membre à rendre public annuellement un programme de stabilité présentant sa programmation budgétaire à horizon de quatre ans. Cela fait l'objet d'une évaluation de la Commission et d'un avis du Conseil. Ongena (1999) rappelle que ces programmes pluriannuels nationaux doivent présenter les stratégies budgétaires à moyen terme des pays, les trajectoires qu'ils entendent suivre vers ces objectifs, les développements économiques prévus, les décisions envisagées afin d'atteindre les cibles et

une analyse de sensibilité. Ils fournissent une meilleure lisibilité des politiques budgétaires, favorisent la consolidation dans les pays qui en ont besoin en permettant également d'inscrire les politiques budgétaire et d'ajustement structurel dans la durée des cycles économiques. Cependant, ils devraient sans doute davantage être établis en étroite coordination; il faudrait renforcer la concertation en amont de leur confection, en s'accordant sur les grands objectifs à poursuivre et les hypothèses macroéconomiques. En effet, il apparaît flagrant que les programmes de beaucoup de pays se trouvent biaisés, en particulier parce qu'ils reposent sur des prévisions de croissance beaucoup trop optimistes.

Mais, surtout, Creel *et alii* (2002) soulignent que ces programmes budgétaires pluriannuels n'ont pratiquement jamais été respectés et qu'ils sont très largement révisés d'année en année. Ainsi, dès 2001, la faiblesse de la croissance avait incité certains pays comme l'Allemagne et la France à renoncer à respecter des engagements devenus trop rigides. Or, autoriser des révisions aussi conséquentes des programmes nuit profondément à la crédibilité de l'ensemble de la procédure de programmation budgétaire pluriannuelle. Jacquet et Pisani-Ferry (2000 : 31) proposent, par exemple, que les programmations et les recommandations faites aux États membres concernant leurs politiques budgétaires soient rendues plus formelles, visibles et transparentes, afin d'accroître les coûts politiques en matière de réputation et de crédibilité du non-respect des programmes.

Finalement, face aux insuffisances de la coordination budgétaire institutionnelle en Europe, Creel (2004) déplore que le projet de Constitution pour l'Europe ne propose aucune réforme des politiques budgétaires, se bornant à un « copier-coller » du traité de Maastricht de 1992. Par défaut, le Pacte de stabilité et de croissance devrait donc rester la pierre angulaire du dispositif budgétaire européen, sans introduction de nouveaux mécanismes de coordination. Néanmoins, les gouvernements européens sont parvenus, le 22 mars 2005, à un accord sur la réforme de ce pacte. Cet accord va permettre de lui redonner vie et crédibilité puisqu'il était empiriquement devenu caduque, depuis la décision unilatérale du Conseil ECOFIN du 25 novembre 2003 de suspendre les procédures engagées contre la France et l'Allemagne pour déficits excessifs. Cependant, cet accord ne permet pas de corriger et d'éliminer toutes les limites des règles associées au Pacte de Stabilité.

## 2.2 *Des critères trop statiques, sous-valorisant la dette publique*

Le Pacte de stabilité et de croissance a été signé lors du traité d'Amsterdam en juin 1997 par les pays membres de l'Union européenne, afin de prolonger la discipline budgétaire du traité de Maastricht au-delà du lancement de la monnaie unique. Initialement, tout pays dont le déficit public dépassait 3 % du PIB devait être déclaré en situation de « déficit excessif » et la procédure pouvait aboutir à l'imposition de sanctions pour les pays membres de l'UEM. Mais la réforme intervenue le 22 mars 2005 a considérablement assoupli ce volet des « Procédures pour Déficit Excessif » (PDE). Désormais des « circonstances exceptionnelles » atténuantes pourront être invoquées et permettre d'échapper aux sanctions prévues

en cas de simple stagnation, de croissance nulle ou très faible (entre 0,2 % et 0,3 % de croissance, même si aucun chiffre n'est précisé) et non plus seulement comme précédemment quand sévissait une récession (baisse d'au moins 2 % du PIB), cas de figure qui a été rarissime en Europe. Les facteurs « pertinents » déjà évoqués dans le Pacte seront également davantage pris en compte pour estimer s'il y a lieu d'engager une PDE et si oui, quel délai accorder au pays concerné pour retourner sous la barre des 3 %. Ainsi, un pays peut désormais voir le délai réel qui lui est accordé prolongé jusqu'à trois ans en cas de circonstances particulières, s'il respecte les mesures fiscales de correction exigées. Néanmoins, ces facteurs atténuants ne pourront être pris en compte que si le dépassement est « temporaire et proche (de 3 %) ».

Le Pacte de stabilité et de croissance mentionne également que tous les pays participant à l'UEM doivent soumettre des « programmes de stabilité » et les pays non membres de la zone euro des « programmes de convergence », avec comme objectif à moyen terme un solde budgétaire « proche de l'équilibre ou excédentaire ». Ainsi, schématiquement, il amène à considérer la valeur de référence de 3 % comme un plafond dans le cadre d'une politique budgétaire visant à l'équilibre sur l'ensemble du cycle économique. Quelles sont alors les principales limites qui expliquent que les contraintes ainsi imposées par le Pacte de stabilité aient très souvent été qualifiées au mieux de « nuisance mineure » (Eichengreen et Wyplosz, 1998), au pire de mécanisme contreproductif (Buiter *et alii*, 1992)?

Tout d'abord, l'observation des déficits publics année par année est susceptible de créer une distorsion, si on ne considère pas également l'évolution dynamique de ces déficits. Le ratio de dette publique reste aujourd'hui totalement sous-valorisé par les autorités européennes, depuis la volonté politique et pragmatique de permettre à l'Italie et à la Belgique de participer à l'UEM. En effet, bien que le traité de Maastricht limite l'endettement public autorisé des États membres à 60 % de leur PIB, ce critère semble très largement avoir été mis en sourdine depuis la création de l'UEM. Ainsi, alors que la France ou l'Allemagne ont été très critiquées pour leurs niveaux excessifs de déficits publics, les autorités européennes semblent beaucoup moins s'inquiéter du fait que les dettes publiques de la Grèce (110,5 % du PIB en 2004), de l'Italie ou de la Belgique ne se réduisent qu'extrêmement lentement, et soient encore très loin de vérifier le critère de Maastricht. En fait, Benassy-Quéré (2003) souligne que la règle d'un déficit public maximum autorisé de 3 % du PIB n'est pas assez stricte à court terme à l'égard des États membres les plus fortement endettés. En effet, si ces pays connaissent un déficit public proche de 3 % de leur PIB, le niveau de leur dette publique est encore susceptible de s'accroître si leur croissance économique n'est pas assez élevée. La Grèce, l'Italie et la Belgique devraient donc avoir pour cible un déficit public plus faible que les autres pays européens; ils auraient besoin d'avoir un déficit structurel quasiment nul pour accélérer la réduction de leurs dettes publiques et ils devraient être plus ambitieux que leurs partenaires dans la détermination de leurs programmes de stabilité. D'un autre côté, le Royaume-Uni revendique aujourd'hui, à juste titre, le droit d'avoir un déficit budgétaire plus

élevé que ses partenaires européens, dans la mesure où il possède une dette publique particulièrement faible (inférieure à 40 % du PIB) et une moindre part de financement des retraites par l'État que les autres pays européens (la retraite se fait majoritairement par capitalisation).

En définitive, Pisani-Ferry (2002) estime que plus que les déficits publics, qui doivent pouvoir varier avec la conjoncture, ce sont les niveaux d'endettement public, indicateurs de la solvabilité des États et principale menace à long terme pour la stabilité monétaire, qui devraient être surveillés. Il propose donc un « pacte de soutenabilité de la dette ». Dans sa proposition, les pays optant pour ce pacte s'engageraient à maintenir leur dette brute sous un certain seuil (il propose 50 % du PIB) et échapperaient en retour à des sanctions en cas de manquement au Pacte de stabilité et de croissance. Canzoneri *et alii* (2002) proposent également de donner plus d'importance au critère de dette publique, en particulier en raison du vieillissement des populations auquel les pays industrialisés devront faire face dans les années à venir. Gros (2003) suggère l'obligation effective pour les États membres de réduire progressivement leur endettement jusqu'à 60 % du PIB. Quant à Buti *et alii* (2003), ils proposent que les pays ayant une faible dette publique (explicite ou implicite, c'est-à-dire tenant compte des systèmes publics de retraite) puissent avoir une cible de déficit public plus élevée que les autres, comprise entre 1 et 1,5 % du PIB.

La réforme intervenue le 22 mars 2005 marque alors une avancée vers un Pacte de stabilité qui soit davantage interprété en tendance et en dynamique, et de façon moins rigide, statique et dogmatique. Cependant, cette réforme n'a retenu aucune des nombreuses propositions visant à ce que les contraintes sur les politiques budgétaires des pays européens tiennent mieux compte des différences dans les situations d'endettement de ces pays. Certes, il est désormais convenu que les pays dont la dette publique est faible soient traités avec plus de mansuétude. Mais si l'endettement se voit accorder plus d'importance, il n'existe toujours pas d'objectifs contraignants dans ce domaine. Le Pacte propose toujours des contraintes statiques et de court terme, et non une vision dynamique à plus long terme de la situation budgétaire des pays membres de l'Union européenne.

Enfin, si les contraintes budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance ont l'inconvénient d'être trop rigides à court terme, puisqu'elles ne prennent pas suffisamment en compte l'évolution dynamique de la situation budgétaire et des taux d'endettement des pays européens, elles apparaissent surtout comme beaucoup trop strictes dans une optique de long terme. En effet, l'exigence d'équilibre des finances publiques devrait mathématiquement conduire à une convergence vers zéro des taux d'endettement des pays européens; or, on montre généralement que cette situation est loin d'être optimale économiquement<sup>6</sup>. En effet, les nouveaux pays

---

6. Mathieu et Sterdyniak (2003 : 151) rappellent que les épargnants, en particulier les fonds de pension, ont besoin d'actifs publics de long terme, liquides et sans risques. Or, comme les entreprises répugnent à s'endetter, l'équilibre sans dette publique nécessiterait un taux d'intérêt de long terme très bas, et tout à fait sous-optimal.

membres de l'Union européenne ont des ratios d'endettement déjà très faibles; ces ratios ne dépassent la limite autorisée par le traité de Maastricht qu'à Malte (75 % du PIB en 2004) et à Chypre (71,9 %). Or ces pays connaissent une croissance économique élevée et ont des besoins d'investissement ainsi que de rattrapage économique importants. Faire converger leurs dettes publiques vers zéro serait donc tout à fait absurde! Et même pour les anciens pays membres de l'Union européenne, il n'est tout simplement pas crédible d'inscrire statutairement dans le Pacte de stabilité des contraintes qui impliquent la baisse des dettes publiques jusqu'à leur extinction. Avec le vieillissement des populations, les dépenses de santé et de paiement des retraites vont forcément accroître les déficits publics. Soulignons que cette critique sur les conséquences de long terme des contraintes budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance est tout à fait essentielle, car elle reste valable même dans le cadre d'une définition du déficit public en termes structurels.

### *2.3 Des contraintes qui devraient porter sur les déficits structurels*

On montre aussi généralement que des contraintes budgétaires limitent la possibilité d'utiliser de manière contracyclique la politique budgétaire et le fonctionnement des stabilisateurs automatiques, et qu'elles sont donc néfastes. Certes, Gros et Thygesen (1998) rappellent que le Pacte de stabilité n'est pas incompatible avec les stabilisateurs automatiques, pourvu que la politique budgétaire soit disciplinée dans les périodes de croissance. En effet, un déficit structurel qui ne dépasserait pas 1 % du PIB, qui serait suffisamment réduit pour atteindre le niveau proche de l'équilibre requis par le Pacte, pourrait parfaitement permettre au solde budgétaire effectif de varier en phase avec la conjoncture économique. Le Pacte de stabilité est donc cohérent, puisqu'il recommande l'existence d'un budget équilibré globalement sur l'ensemble du cycle, un solde budgétaire structurel équilibré en période de conjoncture économique normale. Cependant, comme le soulignent Eichengreen et Wyplosz (1998), le risque demeure que sa rigidité soit excessive et empêche les stabilisateurs automatiques de jouer leur rôle d'amortisseurs des fluctuations économiques tant que l'équilibre budgétaire requis n'est pas atteint.

Le déficit structurel de l'Union européenne, qui était de 5,6 % du PIB en 1992, a, certes, été considérablement réduit avant la création de l'UEM, pour devenir négligeable en 2000. Mais il a ensuite de nouveau augmenté pour représenter environ 1,8 % du PIB aujourd'hui. Surtout, les situations des États membres restent actuellement très contrastées. Ainsi, pour les pays européens qui n'ont pas atteint un déficit structurel proche de l'équilibre, le Pacte de stabilité comporte un coût non négligeable, car il affecte négativement l'efficacité de la politique budgétaire en renforçant son caractère procyclique. En effet, il contraint ces pays à resserrer leurs politiques budgétaires en période de faible croissance, alors que le contraire serait nécessaire pour la stabilisation macroéconomique, ce qui implique un risque réel de biais déflationniste. C'est le problème auquel se trouvent aujourd'hui plus particulièrement confrontées la France, dont le déficit structurel était encore

de 2,6 % du PIB en 2004, l'Allemagne (-2,4 %) ou l'Italie (-2,1 %). De plus, les perspectives démographiques devraient encore aggraver les déficits structurels européens, le vieillissement des populations rendant plus difficiles le paiement des retraites et la position des régimes de sécurité sociale.

Le Pacte de stabilité subit donc les conséquences du fait que l'Union européenne ait connu une baisse importante de son niveau d'activité économique avant même que l'assainissement budgétaire ne soit achevé dans tous les pays membres. Mais une de ses limites essentielles reste d'avoir fait porter la contrainte budgétaire sur le besoin de financement total des administrations publiques, alors qu'une contrainte portant sur la part structurelle seule des déficits publics aurait sans doute été plus adaptée. Ainsi, Canzoneri *et alii* (2002) ou Creel *et alii* (2002) pensent que le déficit public n'est pas un bon critère pour juger de la politique budgétaire; un indicateur structurel ajusté des variations cycliques serait préférable. La véritable difficulté posée par un tel critère reste néanmoins de s'accorder sur la mesure du déficit structurel et donc du niveau de PIB potentiel. Certes, les ministres européens ont accepté, en juillet 2002, une méthode de calcul des déficits structurels. Cependant, selon Mathieu et Sterdyniak (2003 : 162), la méthode utilisée par la Commission européenne pour calculer les déficits structurels, basée sur des estimations de l'écart de production à partir d'une technique statistique de lissage de la croissance passée (filtre de Hodrick-Prescott), conduit à surestimer la part structurelle du déficit. Les discussions sur la méthode de calcul des déficits structurels semblent, en fait, loin d'être closes.

En septembre 2002, la Commission européenne avait annoncé sa volonté de davantage s'intéresser aux déficits structurels et de contraindre les pays dont les déficits budgétaires étaient excessifs à entreprendre des plans de réforme d'envergure pour réduire la part structurelle de leurs déficits, sous peine de sanctions. Le Conseil européen des 20-21 mars 2003 avait aussi décidé que la cible de déficit budgétaire zéro à moyen terme serait désormais jugée sur la base du solde structurel. Plus précisément, le Conseil ECOFIN avait estimé que les États en situation de besoin de financement devaient réduire leur déficit structurel de 0,5 % du PIB par an, jusqu'à achèvement du processus de retour à un niveau proche de l'équilibre, un effort supplémentaire étant demandé aux pays en situation de déficit excessif. Seul cet assainissement était censé pouvoir redonner leur marge de manœuvre perdue aux stabilisateurs automatiques face à la dégradation de la situation conjoncturelle. Mais la réforme du Pacte de stabilité intervenue en mars 2005 continue de ne considérer comme objectif contraignant que le déficit budgétaire global, sans véritablement renforcer l'importance accordée à la part structurelle de ce déficit... sans doute en raison des conflits d'intérêt politiques entre les États membres.

#### 2.4 Des déficits globaux qui recouvrent des situations très disparates

Un risque majeur peut également survenir dans le cas de contraintes budgétaires trop rigides et trop statiques : celui de créer un conflit d'objectifs dans les



pays les plus pauvres de l'Union européenne. En effet, la limitation des dépenses budgétaires risque de s'opérer, dans ces pays, au détriment de la croissance et de la convergence vers le niveau de vie des pays les plus riches de l'Union européenne. L'objectif de convergence budgétaire risque donc de nuire à l'objectif prioritaire de rattrapage économique et structurel entre les différents pays membres, à cause du risque de réduction des dépenses d'infrastructures économiques et sociales nouvelles dans les pays économiquement moins développés. Tant que des différences dans les niveaux de vie et dans les situations économiques réelles entre les pays demeurent, la convergence budgétaire n'est donc ni nécessaire ni réalisable au sein d'une union monétaire. En effet, les pays les plus pauvres doivent pouvoir conserver une certaine autonomie budgétaire pour soutenir leur rattrapage économique, étant donné le caractère limité de la politique de redistribution au niveau communautaire et la faiblesse du budget européen.

En particulier, le PIB des 10 nouveaux États membres de l'Union européenne a progressé de 5 % en 2004 et la croissance est actuellement très soutenue dans ces pays, surtout dans les pays baltes (la croissance a été de 8,5 % en Lettonie). Or, même si ces pays ont accompli de gros efforts ces dernières années pour assainir leur finances publiques et même si leur forte croissance a contribué à sensiblement améliorer leur situation fiscale, leurs déficits budgétaires restent toujours élevés. Malte (-5,2 % du PIB en 2004), la Pologne (-4,8 %), la Hongrie (-4,5 %), Chypre (-4,2 %) et la Slovaquie (-3,3 %) ont des déficits publics qualifiés « d'excessifs », afin de pouvoir rattraper le niveau de vie des 15 premiers pays membres de l'Union européenne.

Plus généralement se pose la question de la qualité des dépenses publiques et des différentes composantes des dépenses ainsi que des recettes budgétaires. Certes, cette question reste de la responsabilité de chaque pays : la fiscalité et les dépenses publiques relèvent d'un choix politique et démocratique propre à chaque pays national souverain. Néanmoins, Creel (2004 : 143) avait déjà suggéré que l'on incite les pays à faire des choix de dépenses bénéficiant à toute la zone (éducation, police, défense) en les sortant du calcul. En effet, les dépenses publiques réalisées par les pays européens ne sont pas toutes de même nature. Certaines peuvent être considérées comme des dépenses d'investissement essentielles pour le développement économique futur, et elles ne doivent pas être contraintes de façon excessive. D'autres sont des dépenses de fonctionnement que l'on peut considérer comme moins « productives » et c'est sur elles que doit porter l'assainissement budgétaire.

Des économistes de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) ont donc proposé de sortir les investissements publics du calcul des déficits et de permettre qu'ils soient financés par l'emprunt. En effet, ces dépenses ne sont rentables qu'à relativement long terme mais elles jouent un rôle clé dans la croissance potentielle future et elles ne doivent donc surtout pas être sacrifiées. Fitoussi (2002) propose ainsi un objectif de déficit public structurel équivalent à l'investissement public et Creel (2004) se déclare très favorable à l'adoption d'une

« règle d'or » des finances publiques en Europe. Plus précisément, Creel *et alii* (2002) et Creel (2003) proposent de substituer au déficit courant actuellement pris en compte par le Pacte de stabilité une règle fondée sur l'équilibre budgétaire structurel hors dépenses d'investissement public, mais incluant les charges d'intérêt dues au remboursement de la dette. Cette règle permettrait d'éviter que les contraintes budgétaires n'engendrent des politiques nationales procycliques, autoriserait les gouvernements nationaux à mener des politiques favorables à la croissance et laisserait une marge importante pour les politiques de rattrapage régional. Elle autoriserait les nouveaux membres de l'Union européenne à poursuivre leur rattrapage structurel grâce à des investissements publics massifs en infrastructures et en équipement<sup>7</sup>.

Néanmoins, les économistes de la Commission européenne (Buti *et alii*, 2003) se sont toujours opposés à l'adoption d'une telle règle, malgré les efforts de Creel (2003), par exemple, pour leur démontrer qu'une « règle d'or modifiée » serait préférable du point de vue de plusieurs des critères d'optimalité des règles fiscales. Ensuite, cette règle pose le problème de la distinction entre dépenses de fonctionnement et d'investissement, et de la définition non ambiguë des dépenses publiques qui préparent réellement l'avenir. Fitoussi (2002) souligne ici qu'il ne faudrait surtout pas exclure de ces dernières la formation et la recherche. De plus, la distinction des dépenses d'investissement nécessiterait de les traiter différemment des autres dépenses budgétaires annuelles, ce qui reviendrait à créer un compte en capital de l'État, ce qui pose déjà un problème légal. Il faudrait également définir comment ces dépenses en capital sont amorties et leur rentabilité; les problèmes à résoudre sont donc nombreux.

Finalement, lors de la réforme du Pacte de stabilité intervenue en mars 2005, la mise en œuvre d'une « règle d'or » des finances publiques n'a pas été retenue et aucune dépense n'a été exclue du calcul du déficit proprement dit. Néanmoins, il a été décidé que la Commission tienne mieux compte de la qualité des dépenses publiques d'un pays, avant de qualifier son déficit public d'excessif. Parmi les facteurs à considérer, cette réforme mentionne alors : les efforts faits en matière de soutien à la recherche, au développement et à l'innovation, la mise en œuvre des politiques liées à la stratégie de Lisbonne, les « efforts budgétaires à moyen terme » en matière d'investissement public et de réformes structurelles majeures ayant un impact à long terme sur la solidité des finances publiques, comme celles des systèmes de retraites et de sécurité sociale. Les efforts faits pour « maintenir la solidarité internationale », c'est-à-dire l'aide au développement et certaines dépenses de défense (revendication française) et les contributions à la réalisation des « objectifs politiques européens », comme les versements importants au budget européen, ou à « l'unification de l'Europe », notamment celle de l'Allemagne, seront également davantage intégrés dans l'analyse de la situation d'un pays.

---

7. Cela éviterait un biais négatif essentiel du Pacte de stabilité. On a ainsi contraint le Portugal à réduire massivement ses investissements publics pour diminuer son déficit après 2001.

Enfin, la réforme du Pacte de stabilité et de croissance ne prend toujours pas en compte le fait que les pays européens diffèrent dans leur sensibilité conjoncturelle, comme l'ont souligné Andersen et Dogonowski (1999). Ainsi, les pays scandinaves (Finlande, Suède) ont une très forte sensibilité de leur situation budgétaire au cycle économique, en raison de leurs systèmes de protection sociale et de leurs secteurs publics très développés, et ils ont tendance à mener des politiques contracycliques actives en période de récession. Ces pays doivent donc prévoir de dégager un excédent primaire positif et supérieur à celui des autres pays en période de croissance stable. Mentionnons qu'empiriquement, le Danemark, la Finlande et la Suède sont bien des pays dégagant les capacités de financement parmi les plus élevées de l'Union européenne. Inversement, un pays comme la France apparaît beaucoup moins exposé aux conséquences des à-coups de la conjoncture économique et pourrait donc être autorisé à avoir un déficit public plus important.

Certes, la Commission européenne a défini une valeur cible du déficit public propre à chaque pays européen, lui permettant de dégager une marge de manœuvre suffisante pour faire face aux variations cycliques tout en respectant le Pacte de stabilité. Cette valeur dépend de la sensibilité cyclique estimée du budget de chaque pays, et du déficit de production maximum auquel il est susceptible de devoir faire face au sein de l'UEM, ainsi que du degré de volatilité de son activité économique. D'après ces valeurs cibles, alors qu'un déficit proche de l'équilibre laisserait généralement une bonne marge de manœuvre aux pays européens, certains d'entre eux (la France ou l'Autriche) pourraient s'autoriser un déficit budgétaire assez important, alors que la Finlande devrait, au contraire, dégager un surplus budgétaire non négligeable en période de croissance normale (Brits et Vor, 2000). Buti *et alii* (2003) avaient alors proposé d'introduire des cibles différenciées selon les pays membres pour les déficits publics ajustés des variations cycliques. Dans ce cadre, un déficit public moindre devrait être visé par les pays européens très endettés ou ayant une forte sensibilité cyclique. Toutefois, le nouveau Pacte de stabilité ne tient toujours pas compte de ces différences de sensibilité...

### *2.5 Des contraintes budgétaires asymétriques*

Une limite peut-être encore plus fondamentale de la première version du Pacte de stabilité et de croissance était d'avoir introduit des sanctions totalement asymétriques. Par exemple, Jacquet et Pisani-Ferry (2000 : 23) mentionnaient que les pays en situation de récession pouvaient se trouver contraints de diminuer encore leurs dépenses publiques pour ne pas aggraver leur déficit, au risque d'accentuer la chute de leur activité économique. Mais rien n'obligeait un pays en situation de surchauffe à mener une politique plus restrictive, alors même que la hausse de ses prix représentait, via la hausse des taux d'intérêt par la banque centrale, une externalité négative pour ses partenaires en situation de déficit de demande. Parallèlement, ce premier Pacte de stabilité explicitait les procédures d'ajustement lorsque des dérapages budgétaires étaient observés et il prévoyait des procédures pouvant conduire à des sanctions financières contre les États membres en situation de défi-

cit excessif. En revanche, il ne prévoyait rien pour rendre vertueux les pays européens lorsque la croissance économique était forte et pour les contraindre alors à dégager des excédents budgétaires.

Or, l'arme budgétaire n'est efficace que si elle est crédible, en étant utilisée de façon symétrique tout au long du cycle. Ainsi, on constate empiriquement qu'une relance budgétaire en période de récession n'a réellement d'impact positif que si l'État a précédemment prouvé sa capacité à dégager des excédents en période de prospérité. Par exemple, les États-Unis avaient un excédent budgétaire de 1 % du PIB en 2000. Dans ces conditions, pour contrecarrer le ralentissement de l'activité économique à partir de 2001, une politique budgétaire active et l'augmentation du déficit public jusqu'à 4,9 % du PIB en 2003 ont permis une relance économique violente et efficace. Mais la France n'a plus connu d'excédents budgétaires depuis 1974, ce qui enlève l'essentiel de son efficacité à toute politique de stimulation budgétaire. Plus généralement, en Europe, Artis et Buti (2000) montrent parfaitement que seuls les pays faiblement endettés et dégageant des excédents en période de croissance forte ont pu, dans le passé, laisser jouer leurs stabilisateurs automatiques au moment du ralentissement de l'activité. Une discipline budgétaire efficace en période de croissance apparaît toujours corrélative avec la probabilité d'une stabilisation plus importante en période de récession.

Ainsi, il est incontestable que les politiques économiques menées par la France, l'Allemagne, l'Italie ou le Portugal au moment où la croissance économique était forte sont en grande partie responsables des difficultés rencontrées aujourd'hui par ces pays pour respecter les critères du Pacte de stabilité. L'Espagne a été particulièrement virulente pour critiquer sur ce point les « grands pays européens peu vertueux ». Ceux-ci paieraient le prix de n'avoir pas accompli les mêmes efforts qu'elle d'assainissement des finances publiques pendant les années de croissance forte (1998-2000). Il est vrai qu'en 2000, la France et l'Allemagne ont surtout profité de la croissance pour réduire leurs impôts et lancer de nouveaux plans de dépenses publiques. Le déficit structurel se serait même accru de 1,3 points pour la France et de 1,8 points pour l'Allemagne entre 1999 et 2002. Or, pour respecter à long terme les critères du Pacte de stabilité, les pays européens ont besoin d'un assainissement de leurs finances publiques et d'une amélioration de leur solde budgétaire structurel corrigé des variations cycliques, et non d'une simple amélioration de leur solde conjoncturel dû à la croissance économique.

Plus concrètement, le Pacte de stabilité a jusqu'à maintenant induit des mécanismes très procycliques : les politiques budgétaires ont été trop expansives en 2000 quand la croissance économique était particulièrement forte et elles sont donc contraintes d'être trop restrictives depuis 2002, dans un contexte de baisse de l'activité (le gouvernement allemand a décidé d'accroître les cotisations sociales en 2003, malgré la récession!). Certes, la Commission européenne a demandé aux pays européens dont la situation budgétaire n'était pas assainie que tout supplément de croissance et de recettes soit désormais destiné à réduire les déficits et à rembourser la dette publique, et non à diminuer les impôts ou à de nouvelles

dépenses. Mais cela n'a pas empêché les plans de baisses d'impôts successifs faits par le gouvernement français depuis 2002. Mentionnons également que les effets néfastes dus à la procyclicité du Pacte étaient renforcés par celle parallèle et concomitante des autres éléments du cadre institutionnel européen. En effet, les ratios de Bâle II tendent à contraindre le crédit en situation de récession, mais ne limitent pas son développement si la croissance économique est forte. Et l'orientation générale de toute la politique monétaire européenne est plutôt procyclique, peu sensible au cycle financier et aux prix des actifs.

Dans ces conditions, le principal élément de la réforme du Pacte de stabilité intervenue le 22 mars 2005 est d'avoir considérablement renforcé le volet préventif de ce pacte, volet qui manquait cruellement à sa version initiale. Désormais, les États membres de l'Union européenne devront respecter un « objectif à moyen terme » (OMT) adapté à leurs spécificités et visant à ramener leur solde budgétaire à une position « proche de l'équilibre ou en excédent », objectif qui sera redéfini tous les quatre ans. Ainsi, un État membre ayant un endettement faible et un haut potentiel de croissance sera autorisé à s'écarter de la position d'équilibre jusqu'à  $-1\%$  de son PIB à moyen terme. En revanche, un pays dont l'endettement est élevé et le potentiel de croissance faible devra tendre, comme c'est le cas aujourd'hui pour tous les pays, vers un déficit proche de l'équilibre ou en excédent. Les États membres (Royaume-Uni exempté) qui n'ont pas encore atteint leur OMT devront faire des efforts additionnels en réduisant leur déficit structurel d'au moins 0,5 point de PIB par an, cet engagement restant modulable en fonction de la conjoncture. De plus, les États membres s'engageront à profiter des périodes de « vaches grasses », lorsque leur croissance effective est supérieure à leur croissance potentielle, pour consolider leurs finances publiques, sans qu'il y ait alors obligation pour eux de dégager un excédent primaire. La réforme de mars 2005 marque donc une certaine volonté de remédier à l'asymétrie du Pacte de stabilité. Néanmoins, alors que les pays en situation de déficit excessif peuvent subir des pénalités, il n'existe toujours pas d'obligations et de sanctions véritablement contraignantes à l'encontre des pays qui profitent des périodes de croissance forte pour dégrader leur solde budgétaire structurel, en bénéficiant de l'amélioration de leur solde conjoncturel.

Or, sur ce point, il aurait sans doute été possible d'amender le Pacte de stabilité et de croissance de manière beaucoup plus contraignante. Par exemple, Buti *et alii* (2003) avaient proposé d'empêcher les comportements déviants en phase de haute conjoncture en introduisant un « *rainy day fund* », une cagnotte fiscale mise de côté pendant la période de croissance pour être utilisée en période de récession. Néanmoins, on peut souligner que cette disposition serait contraire aux règles de la comptabilité publique européenne; elle obligerait à la refonte de ces règles, refonte qui, paradoxalement, faisait refuser aux économistes de la Commission européenne tels Buti la mise en œuvre d'une règle d'or des finances publiques! Quant à Benassy-Quéré (2003), elle proposait de faire porter la surveillance non pas sur le solde budgétaire public, mais sur l'équilibre épargne / investissement global de chaque État membre. La politique budgétaire aurait alors

été contrainte d'être plus expansive en cas d'excédent extérieur excessif et plus restrictive en cas de déficit extérieur excessif. En cas de forte croissance de la demande intérieure, cela aurait engagé les pays à réduire leurs déficits plutôt qu'à distribuer des « cagnottes fiscales ». L'asymétrie des incitations du Pacte de stabilité et de croissance, qui induit actuellement plutôt des mécanismes procycliques, semble donc en fait avoir été corrigée de manière plutôt minimale par la réforme...

#### CONCLUSION

Nous avons mis en évidence les limites associées aux statuts de la Banque centrale européenne et aux contraintes qui pèsent sur les politiques budgétaires des pays membres de l'UEM. Il apparaît alors que les difficultés actuelles ne viennent pas de la seule cible d'inflation de la BCE ou des seules contraintes budgétaires imposées par le Pacte de stabilité et de croissance, mais de la combinaison de ces règles structurelles européennes, non cohérentes entre elles. En effet, la BCE a pour objectif prioritaire la stabilité des prix. La stabilisation conjoncturelle repose donc presque exclusivement sur les politiques budgétaires décentralisées des gouvernements européens. Or, les contraintes budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance ne semblent pas permettre aujourd'hui de laisser suffisamment de marge de manœuvre aux gouvernements pour mener les politiques contracycliques adaptées, et ne leur permettent pas de remplir la lourde tâche qui leur incombe. Il serait donc sans doute nécessaire de se préoccuper davantage, en Europe, de la cohérence globale de tous les instruments de politique économique, de la coordination entre l'autorité monétaire et les autorités budgétaires nationales décentralisées. Il faudrait sans doute plus considérer la crédibilité et la cohérence du *policy-mix* dans son ensemble.

Contrairement à ce qui se passe au sein d'un même pays où un seul gouvernement fait face à une seule banque centrale, la BCE a des partenaires multiples, ce qui rend difficile la définition d'une ligne économique générale déterminée en commun. Dans ce cadre, il est alors essentiel de bien prendre en compte toutes les interactions possibles entre politique monétaire et politiques budgétaires. Or, les programmes de stabilité et de convergence et les contraintes budgétaires des pays membres ou la définition d'une cible d'inflation pour la BCE, répondent très imparfaitement au besoin informationnel entre les autorités économiques. Pour prolonger l'analyse du présent article, au-delà de l'amélioration des composantes monétaires et budgétaires du *policy-mix* européen, il faudrait donc sans doute aussi étudier les moyens d'améliorer le cadre institutionnel de la coordination entre la politique monétaire de la BCE et les politiques budgétaires des gouvernements. Le Comité économique et financier permet certes, actuellement, une consultation et un dialogue régulier entre la Commission européenne, les États membres et la BCE. Mais il serait utile d'instaurer une concertation plus approfondie, un échange plus détaillé d'informations et une vraie coopération entre la BCE et les gouvernements européens. Néanmoins, cela nécessiterait de renforcer le rôle et les compétences de l'exécutif économique européen, afin de le positionner

en véritable partenaire de négociations pour la BCE. Il faudrait sans doute renforcer le rôle du Conseil ECOFIN et de l'Eurogroupe dans la coordination positive des politiques budgétaires européennes, au-delà de leur rôle dans le contrôle du respect de la discipline budgétaire.

Cependant, la BCE rechigne actuellement à discuter des problèmes de *policy-mix*, car elle considère cela comme une atteinte à son indépendance. On s'enferme donc aujourd'hui dans une situation de jeu non coopératif : la BCE a estimé que les gouvernements des grands pays européens n'étaient pas assez sérieux dans la gestion de leurs finances publiques et les dépenses publiques ont augmenté parce que les gouvernements ont perçu la politique monétaire de la BCE comme trop restrictive. L'idéal consisterait au contraire dans une action collective coordonnée et flexible des autorités pour répondre à un problème particulier et non dans l'application automatique de règles rigides. En effet, l'Europe semble s'accrocher à des règles (Pacte de stabilité et de croissance, cible d'inflation) non pas parce qu'elles sont bonnes en elles-mêmes, mais pour protéger les institutions européennes et acquérir une crédibilité. Mais Jacquet et Pisani-Ferry (2000 : 22) soulignent que cette approche européenne par les règles ignore la question du *policy-mix* de la zone. Elle suppose que le bon dosage des politiques économiques sera obtenu si chaque acteur vise dans son domaine l'objectif qui lui a été assigné, alors que la coordination est plus complexe et doit prendre en compte les interactions stratégiques entre les autorités. Ils estiment que les politiques économiques seraient plus efficaces aux États-Unis, parce que la coordination du *policy-mix* y est beaucoup plus souple et parce que les autorités américaines s'intéressent davantage aux objectifs à atteindre qu'aux règles et aux moyens de les atteindre.

Le « nouveau » Pacte de stabilité et de croissance n'aura sans doute pas force de loi avant l'automne 2005. Pour l'organisation des politiques budgétaires en Europe, il marque, certes, un progrès vers un meilleur équilibre entre efficacité de la prévention, qui est renforcée, et flexibilité des mécanismes de correction des déficits « excessifs », dont les procédures sont assouplies. Néanmoins, si cet article a souligné qu'il faudrait améliorer les caractéristiques des composantes monétaires et budgétaires du *policy-mix* européen, il faudrait certainement également renforcer la coopération, la confiance et l'échange d'informations entre les autorités économiques. Mais cela nécessiterait une étude distincte...

#### BIBLIOGRAPHIE

- AMATO, J.D., S. MORRIS et H.S. SHIN (2003), « Communication and Monetary Policy », *BIS Working Papers*, 123, Monetary and Economic Department.
- ANDERSEN, T. et R. DOGONOWSKI (1999), « EMU and Budget Norms », in A. HUGHES-HALLET, M. HUTCHISON et S. H. JENSEN (éds), *Fiscal Aspects of European Monetary Integration*, Cambridge University Press, p. 69-95.
- ARTIS, M. et M. BUTI (2000), « 'Close-to-Balance or in Surplus': A Policy-maker's Guide to the Implementation of the Stability and Growth Pact », *Journal of Common Market Studies*, 38(4) : 563-591.

- ARTUS, P. et C. WYPLOSZ (2002), *La Banque centrale européenne*, Conseil d'analyse économique, Rapport n° 38, La Documentation Française, Paris.
- BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (2003), « La stratégie de politique monétaire de la BCE », Communiqué de presse du 8 mai 2003.
- BENASSY-QUERE, A. (2003), « Pacte de stabilité : deux objectifs, deux règles », *La Lettre du CEPII*, 224, Juin.
- BIBOW, J. (2003), « Is Europe Doomed to Stagnation? An Analysis of Current Crisis and Recommendations for Reforming Macroeconomic Policy-Making in Euroland », The Levy Economics Institute, Working Paper, 379.
- BLINDER, A. (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, Cambridge.
- BRITS, H. et M. DE VOR (2000), « The Pact for Stability and Growth », in P.A. VAN BERGELJK, R.J. BERNDSEN et W.J. JANSSEN (éds), *The Economics of the Euro Area*, Edward Elgar.
- BRUNI, F. (1999), « The Independence of the ECB and its Political and Democratic Accountability », in H. BRONKHORST et J.-V. LOUIS (éds), *L'euro et l'intégration européenne*, P.I.E.-Peter Lang.
- BUIITER, W.H. (1999), « Alice in Euroland », *Journal of Common Market Studies*, 37(2).
- BUIITER, W., G. CORSETTI et N. ROUBIEL (1992), « Excessive Deficits: Sense and Non-sense in the Treaty of Maastricht », *CEPR Discussion Paper*, 750.
- BUTI, M., S.C. EIJJFINGER et D. FRANCO (2003), « Revisiting the Stability and Growth Pact: Grand Design or Internal Adjustment? », *CEPR Discussion Paper*, 3692.
- CANZONERI, M.B., R.E. CUMBY et B. DIBA (2002), « Should the European Central Bank and the Federal Reserve be Concerned about Fiscal Policy? », Federal Reserve Bank of Kansas City's Symposium on « Rethinking Stabilization Policy ».
- COENEN, G., A. ORPHANIDES et V. WIELAND (2003), « Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest Rates are Bounded at Zero », Center for Financial Studies, Working Paper, 2003/13.
- CREEL, J. (2003), « Ranking Fiscal Policy Rules: The Golden Rule of Public Finances vs. the Stability and Growth Pact », Document de travail de l'OFCE, n° 2003-04.
- CREEL, J. (2004), « Le projet de Constitution européenne et la coordination des politiques économiques », *Revue de l'OFCE*, 88 : 119-150.
- CREEL, J. et J. FAYOLLE (2002a), « La Banque centrale européenne ou le seigneur des euros », *Revue de l'OFCE, Observations et diagnostics économiques*, Hors série, mars.
- CREEL, J. et J. FAYOLLE (2002,b), « La Banque centrale et l'Union monétaire européennes. Les tribulations de la crédibilité », *Revue de l'OFCE, Observations et diagnostics économiques*, Hors série, mars : 211-244.



- CREEL, J., T. LATREILLE et J. LE CACHEUX (2002), « Le Pacte de stabilité et les politiques budgétaires dans l'Union européenne », *Revue de l'OFCE, Observations et diagnostics économiques*, Hors série, mars : 245-298.
- CUKIERMAN, A. (2001), « Accountability, Credibility, Transparency and Stabilisation Policy in the Eurosystem », in C. WYPLOSZ (éd.), *The Impact of EMU on Europe and the Developing Countries*, Oxford University Press, p. 40-75.
- EICHENGREEN, B. et C. WYPLOSZ (1998), « The Stability Pact: More than a Minor Nuisance? », *Economic Policy*, 26 : 65-104.
- EIJFFINGER, S., M. HOEBERICHTS et M. TESFASELASSIE (2004), « Central Bank Communication and Output Stabilisation », *CEPR Discussion Paper*, 4408.
- FITOUSSI, J.-P. (2002), *La règle et le choix*, Le Seuil, Paris.
- GERAATS, P. (2001), « Why Adopt Transparency? The Publication of Central Bank Forecasts », *ECB Working Paper*, 41.
- GROS, D. (2003), « A Stability Pact for Public Debt », *CEPS Policy Brief*, 30.
- GROS, D. et N. THYGESEN (1998), *European Monetary Integration*, Longman, 2<sup>e</sup> édition.
- JACQUET, P. et J. PISANI-FERRY (2000), « La coordination des politiques économiques dans la zone euro : bilan et propositions », in *Questions européennes*, Conseil d'analyse économique, rapport n° 27, La Documentation Française, Paris, p. 11-40.
- MATHIEU, C. et H. STERDYNIAK (2003), « Réformer le Pacte de stabilité : l'État du débat », *Revue de l'OFCE, observations et diagnostics économiques*, 84 : 145-180.
- MUNDELL, R. (1968), *International Economics*, Macmillan, New-York.
- ONGENA, H. (1999), « La surveillance budgétaire après le Pacte de stabilité et de croissance », *Revue Française de Finances Publiques*, 68 : 57-64.
- PISANI-FERRY, J. (2002), « Fiscal Discipline and Policy Coordination in the Eurozone: Assessment and Proposals », Paper prepared for the European Commission President's Group of Economic Analysis.
- POLLIN, J.-P. (2002), « Pour une stratégie de cible d'inflation dans la zone euro », *Revue d'économie financière*, 65.
- WINKLER, B. (2000), « Which Kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy-Making », *ECB Working Paper*, 26.