

POLITIQUE BUDGÉTAIRE ET UNION MONÉTAIRE : EXISTE-T-IL UN ARBITRAGE ENTRE FÉDÉRALISME ET RESTRICTIONS BUDGÉTAIRES ?

JÜRGEN VON HAGEN ET BARRY EICHENGREEN *

Les restrictions imposées sur les politiques budgétaires constituent une caractéristique importante de la construction de l'Union Monétaire Européenne. Selon les dispositions relatives à la Procédure des Déficit Excessifs (PDE) spécifiées dans le traité de Maastricht, les États membres de l'UEM ont l'obligation de éviter un « déficit excessif ». Un État présente des « déficits excessifs » après une déclaration par le Conseil européen faisant suite à un rapport de la Commission Européenne et à un jugement du Comité Monétaire. La PDE est décidée si le déficit d'un pays ou si la dette générale du gouvernement excèdent respectivement 3 et 60 % du PIB. Le traité d'Amsterdam, signé en juin 1997, ajoute à ces obligations, un pacte de stabilité et de croissance qui limite encore plus la liberté qu'a chaque pays de sa politique budgétaire. En effet, le pacte de stabilité et de croissance réduit la liberté que possède la Commission Européenne de décider la PDE. Ce pacte spécifie les pénalités qui seront imposées aux États membres en déficit excessif et donne plus d'automatisme à ces pénalités. Le pacte de stabilité et de croissance fait aussi obligation aux États membres de présenter une balance budgétaire proche de zéro en temps normal de façon à ce que chaque État conserve un certain degré de liberté afin de répondre à des chocs économiques négatifs sans pour cela devoir violer la règle des 3 %.

141

Les avantages d'une coordination de la politique budgétaire dans une Europe intégrée constitue une justification de cette approche. On peut cependant avancer comme contre-argument le fait que même si la politique budgétaire dans un pays affecte les taux d'intérêt dans d'autres,

* National Bureau of Economic Research, Working Paper 5517, mars 1996-janvier 1998. Cet article fait partie d'un programme de recherche du NBER en Finance Internationale et Macroéconomie. Les opinions exprimées sont celles des auteurs et n'engagent pas le NBER. Barry Eichengreen, Department of Economics, University of Berkeley, California. Jürgen von Hagen, Zentrum für Europäische Integrationsforschung, University of Bonn, Indiana University and CPER.

il n'y a pas besoin de coordination de la politique, puisque de tels débordements constituent des externalités purement pécuniaires qui opèrent par le biais du système des prix¹. Ce dernier raisonnement s'effondre cependant s'il existe d'autres distorsions. Dans ce cas, la coordination de la politique budgétaire peut devenir souhaitable à la fois au cours des étapes préparatoires vers l'Union monétaire et au sein de l'Union monétaire elle-même. Cependant et malgré cette possibilité, des limites numériques en matière de déficit et d'endettement, telles que celles spécifiées dans le traité, ne constituent pas une base idéale pour une coordination de la politique macro-économique. En limitant la flexibilité des politiques budgétaires nationales, elles peuvent, en fait, entraver les efforts visant à coordonner les politiques de stabilisation². Le Traité de Maastricht reconnaît ce point en fournissant un mécanisme entièrement différent pour la coordination de la politique budgétaire. En effet, le Conseil propose dans le cadre de la « Procédure de Surveillance Mutuelle » définie par l'article 103 du Traité, des orientations pour les politiques économiques des États membres, il surveille leurs politiques économiques et émet des recommandations.

La crainte que des politiques budgétaires laissées sans entrave puissent constituer une source de pression inflationniste à laquelle la Banque Centrale Européenne (BCE) aura du mal à résister constitue une autre motivation de la PDE. En fait, l'Union monétaire impose des restrictions aux États membres pour empêcher ces derniers de sur-emprunter. Des dettes excessives peuvent en effet conduire à un renflouement par l'Union et ainsi menacer la stabilité de la monnaie unique. La réponse peut prendre deux formes : un renflouement *ex-post* impliquant une monétisation de la dette publique, ou un renflouement *ex-ante* occasionnant des politiques visant à maintenir les taux d'intérêt artificiellement bas. Ces deux politiques pourraient se révéler inflationniste et menacer ainsi la stabilité de la monnaie unique. Cette situation contraste bien entendu avec celle dans laquelle chaque pays émet sa propre monnaie et où chaque pays dispose donc de la capacité d'agir comme son propre prêteur en dernier ressort, ce qui encourage les gouvernements à internaliser le risque de renflouement.

Nous contestons ici l'opinion selon laquelle la limitation des déficits constitue un moyen institutionnel approprié pour empêcher les membres d'une Union monétaire de trop emprunter et forcer la banque centrale à opérer un renflouement. Nous décrivons dans la prochaine section le scénario de renflouement en détail. Nous considérerons ensuite l'incidence de la limitation des déficits. En utilisant des données relatives à des États fédéraux. Nous montrons sur des données issues d'États fédéraux qu'il n'existe pas de lien entre Union monétaire et limitation des déficits des gouvernements locaux.

Il apparaît néanmoins un lien entre les restrictions budgétaires imposées aux gouvernements locaux et l'assiette fiscale placée sous le contrôle des autorités locales. Les restrictions budgétaires apparaissent dans les cas où les gouvernements locaux financent seulement une faible part de leurs dépenses à partir des impôts qu'ils lèvent³. Nous montrons ce lien en utilisant un échantillon de 45 pays.

L'intuition qui guide notre travail est évidente. Lorsqu'une autorité locale contrôle une part importante de l'impôt, le gouvernement central peut raisonnablement lui demander d'utiliser la politique fiscale pour faire face aux problèmes de dette qu'il se crée lui-même. Mais lorsque les impôts sont principalement levés par le gouvernement central, lever ses propres impôts pour faire face à des problèmes de dette ne constitue pas une option valable : les seules alternatives pour les autorités locales seront de faire défaut ou d'obtenir un renflouement. Dans de nombreuses circonstances, l'autorité centrale jugera élevés les coûts politiques liés à un défaut. Il lui sera donc difficile de refuser la demande d'un renflouement. Ce risque crée le besoin de restrictions budgétaires sur les gouvernements locaux afin de limiter de telles demandes.

Nous envisagerons ensuite les conséquences à long terme de la limitation des déficits. Celle-ci n'éliminera pas la demande de la part des États membres pour des dépenses courantes financées par d'autres sources que les revenus courants. Les gouvernements dont les désirs de dépenses sont contraints par une limitation des déficits nouvellement imposée, peuvent exercer une pression sur l'autorité centrale pour qu'elle emprunte pour eux. La position financière de cette dernière peut donc se détériorer lorsque l'emprunt par les autorités locales est limité. Nous résumons enfin les implications de notre analyse pour l'Union Européenne.

143

LE SCÉNARIO DE RENFLOUEMENT

Le scénario que les rédacteurs du traité avaient à l'esprit est probablement le suivant⁴. Imaginons que le gouvernement d'un État membre d'une union connaisse une chute de ses revenus et éprouve des difficultés à assurer le service de sa dette. Les investisseurs inquiets de l'interruption du service de la dette vendent leurs obligations, obligeant ainsi le gouvernement affecté à augmenter les taux d'intérêt lors du renouvellement des émissions échues. Cependant, la hausse des taux élargit davantage le fossé entre les revenus et les dépenses du gouvernement, aggravant ainsi les difficultés budgétaires. Les problèmes sur le marché des obligations se répandent aux autres marchés, puisque, par exemple, des taux d'intérêt plus élevés dépriment les prix des titres. Dans le cas le plus extrême, l'effondrement des prix des titres et l'impact de taux d'intérêt plus élevés sur la rentabilité des entrepri-

ses et la performance des prêts en cours peut déstabiliser in fine le système bancaire⁵.

Confronté à cette crise, le gouvernement peut avoir recours à la planche à billets. Il peut faire pression sur la banque centrale pour qu'elle achète la dette vendue par les investisseurs privés afin d'empêcher une chute des prix des obligations et de limiter le danger d'une déstabilisation des marchés de titres et du système bancaire. McKinon (1995) soutient que cette capacité de la banque centrale à soutenir le marché de la dette publique est en fait décisive à la stabilité du secteur financier dans les économies à fort endettement.

Cependant, l'Union monétaire prive les gouvernements participants de la capacité à contrer une crise du marché obligataire par une intervention autonome de la banque centrale. Les États membres confrontés à une crise du marché obligataire peuvent cependant exiger un renflouement auprès de leur banque centrale commune. Dans le contexte européen, la question devient alors de savoir si la BCE peut résister à de telles demandes. De prime abord, il y a quelques raisons d'être optimiste. Le Traité de Maastricht assure l'indépendance de la BCE et lui assigne comme mandat le maintien de la stabilité des prix. De plus, l'article 21 du Protocole sur le Système européen de banques centrales stipule que la BCE ne peut pas acquérir de dette publique directement auprès de l'émetteur. Ceci constitue l'assurance que la BCE ne monétisera pas les dettes publiques. Cette présomption est renforcée par l'article 104b, qui indique que ni l'Union ni aucun État membre ne seront responsables de la dette des autres membres de l'Union.

Le doute demeure cependant quant à la capacité de la BCE à résister à des demandes de renflouement. Le fait que les membres poursuivent des politiques de solidarité et de cohérence conduisant à la convergence de leurs économies constitue un principe fondamental de l'Union Européenne, posé dans le Préambule et dans l'article A du traité. Laisser un État membre subir seul une crise budgétaire peut donc être considéré comme une atteinte à ces principes ; invoquer la solidarité de l'Union Européenne peut être une manière de solliciter une assistance financière, y compris une monétisation des créances douteuses⁶. Le fait de savoir qu'une telle pression sera exercée et que la « capacité d'engagement » de la BCE est loin d'être complètement efficace donne naissance à un problème d'aléa moral. La PDE trouve donc sa justification dans la volonté d'empêcher de tels comportements risqués.

L'INCIDENCE DE LA LIMITATION DES DÉFICITS

Si une limitation des déficits est essentielle à la stabilité d'une monnaie commune, on pourrait alors s'attendre à ce qu'une telle restriction apparaisse dans les unions monétaires existantes. En fait, cela n'est pas le

cas. L'Union Monétaire Belgique-Luxembourg n'impose pas de limite à l'emprunt de ses membres. Dans la Zone Monétaire des Caraïbes de l'Est et dans les Unions Monétaires d'Afrique Orientale et Centrale, il existe des limites quant à la capacité d'emprunt des gouvernements auprès de la banque centrale, mais pas sur les emprunts provenant d'autres sources (Boughton, 1993 ; Nascimento, 1994). L'Union monétaire entre les Etats-Unis et les États Fédérés de Micronésie (Federated States of Micronesia - FSM) constitue une exception en ce que les FSM sont soumis à une clause stricte d'équilibre budgétaire. Cette clause est toutefois le produit d'une législation nationale et ne figure pas dans l'Accord Compact passé entre les Etats-Unis et les FSM (bien que l'union monétaire y soit mentionnée). Par contre, l'Union Monétaire Latine et l'Union Monétaire Scandinave, exemples historiques importants d'unions monétaires, imposaient une limitation des déficits à leurs États membres. En définitive, la limitation des déficits apparaît plus être une exception qu'une règle dans les unions monétaires.

On ne peut cependant pas tirer des conclusions claires des exemples cités ici : il existe en fait peu de véritables unions monétaires et la plupart sont composées d'économies en voie de développements. Nous pouvons cependant étendre notre analyse en considérant les États fédéraux, puisque la fédération typique a une monnaie commune. Elle attribue cependant des fonctions budgétaires importantes aux gouvernements locaux, ressemblant en cela à une union monétaire. Nous avons donc réuni des données sur 16 fédérations. Nous avons appelé restriction budgétaire toute restriction autre qu'une « règle d'or faible ». (une règle d'or faible exige que les déficits ne soient pas plus importants que l'investissement public. Une « règle d'or forte » renforce cette clause en séparant formellement les dépenses ordinaires et les dépenses en capital et en limitant les possibilités de transfert entre dépenses ordinaires et en capital.

145

Sur les seize pays de notre échantillon, deux pays présentent des règles d'équilibre budgétaire auto-imposées ou des limites à l'emprunt, cinq pays exigent l'approbation de l'autorité centrale pour emprunter, et un pays (le Nigeria) interdit catégoriquement les emprunts des autorités locales⁷. Cependant, huit pays n'imposent aucune restriction aux gouvernements locaux. Le rapport entre pays imposant des restrictions et pays n'imposant aucune restriction étant égal à un, les limites à la liberté d'emprunter des gouvernements locaux ne peuvent pas être considérées comme une caractéristique générale des fédérations⁸.

Les résultats que nous obtenons de l'analyse de 33 pays unitaires⁹ apparaissent clairement différents. Sur ces 33 pays, seulement quatre pays n'imposent aucune restriction à l'emprunt à leurs instances locales. Dix pays imposent l'observation stricte de la règle d'or ou exigent

l'approbation du parlement national pour les emprunts du gouvernement local, douze pays exigent l'approbation du gouvernement central, et sept pays prohibent catégoriquement tout emprunt par les instances locales. Le contraste entre les États unitaires et fédéraux n'est guère réconfortant pour ceux qui insistent sur le fait que des restrictions sont nécessaires pour protéger une monnaie commune des abus budgétaires des gouvernements locaux, puisque les pouvoirs budgétaires de ces derniers et donc leur capacité à saper la stabilité monétaire sont vraisemblablement plus importants dans les fédérations. Partant, les limites d'emprunt devraient prévaloir davantage dans les États fédéraux que dans les États unitaires. C'est cependant le contraire qui est observé.

LIMITATION DES DÉFICITS ET STRUCTURE DU SYSTÈME FISCAL

Comment peut-on alors comprendre la limitation des déficits constatée dans différents pays ? En analysant la pression exercée sur les autorités monétaires pour répondre à une panique obligataire, la section de cet article relative au scénario de renflouement n'indique pas si un État connaissant une crise d'endettement dispose d'autres instruments afin de contrer cette crise. Bien évidemment, les autorités peuvent promettre d'augmenter les impôts ou de réduire les dépenses pour dégager les ressources nécessaires au service et au retrait de leurs dettes. Même si des modifications de politique fiscale demandent du temps pour dégager des revenus, le fait que le gouvernement prenne des mesures fiscales maintenant constitue une garantie d'augmentation du revenu par la suite, ce qui lui permet d'emprunter sur la base de cet accroissement futur de ressources¹⁰. Des mesures fiscales, en d'autres termes, devraient avoir la capacité à régler les problèmes d'endettement.

Une question importante est donc de savoir dans quelle mesure un État confronté à une crise d'endettement peut contrôler ses recettes. Un déterminant décisif de cette capacité est la structure du système fiscal, et en particulier les caractéristiques de la distribution de l'assiette fiscale entre l'autorité centrale et les gouvernements locaux. A un extrême, l'assiette fiscale entière d'un pays peut être détenue par une autorité centrale, qui verse des subventions aux gouvernements locaux pour leur permettre de mener à bien leurs fonctions. A l'autre extrême, les gouvernements locaux peuvent détenir une part suffisamment importante de l'assiette fiscale pour financer leurs dépenses, ce qui les laisse ainsi financièrement indépendants de l'autorité centrale¹¹.

Dans le premier cas, un gouvernement local lourdement endetté peut être confronté à un risque de banqueroute en raison d'un petit choc porté à son économie. L'autorité centrale peut dans ce cas soit laisser

l'autorité locale faire banqueroute, soit répondre favorablement à une demande de renflouement. L'option de la banqueroute n'est, bien entendu, pas agréable. En anticipant cela, les gouvernements locaux sont incités à adopter des politiques financières risquées. *A contrario*, lorsque les gouvernements locaux disposent de leurs propres recettes fiscales, il existe une troisième option : l'autorité centrale peut demander qu'ils utilisent ces recettes fiscales au service et à la restructuration de la dette. Cette troisième option implique que la limitation des déficits destinée à sauvegarder la stabilité financière de l'autorité centrale apparaîtra dans les pays où les gouvernements locaux commandent seulement une faible part de l'assiette fiscale.

Nous caractérisons la structure du système fiscal d'un pays au moyen de la part de dépenses du gouvernement local financée par les revenus provenant de ses ressources fiscales propres¹². Sur notre échantillon de 45 pays, cette proportion d'impôts propres varie entre 3,2 % à Trinidad et Tobago (5,2 % aux Pays-Bas) et 79 % au Mexique (67 % en Allemagne). La Micronésie (8,5 %) et l'Australie (27,8 %) ont les parts parmi les États fédéraux. Parmi les États unitaires, le Guatemala (73,7 %) et la Suède (57,4 %) présentent les parts les plus importantes. Pour les pays possédant une structure fédérale, les impôts propres comme part des dépenses atteignent en moyenne 53 %, contre 34 % pour les États possédant une structure unitaire. Cette différence est statistiquement significative au niveau 1 %¹³. Ainsi, les États fédéraux ont tendance à présenter une structure fiscale plus équilibrée que les États unitaires.

147

Nous testons l'hypothèse selon laquelle la limitation des déficits des gouvernements locaux est une fonction de la structure du système fiscal en estimant une régression Probit sur des données longitudinales issues des statistiques nationales (période 1985-1987¹⁴). La variable dépendante est codée 0 si un pays n'a aucune limitation des déficits du gouvernement local ou si le pays a adopté une règle d'or faible, et 1 autrement. La variable indépendante intéressante est notre mesure de la structure du système fiscal (STRUCTURE). Nous incluons aussi le PIB par habitant 1987 en dollars U.S. (PCGDP) en tant que mesure du développement économique. L'équation estimée (les écarts types sont indiqués entre parenthèses) confirme que les pays dont les gouvernements centraux contrôlent une faible part de l'assiette fiscale sont moins susceptibles de restreindre l'emprunt des gouvernements locaux.

$$(1) \text{ Restrictions} = 0,25 - 3,51 \text{ STRUCTURE} - 0,04 \text{ PCGDP}$$

(0,65) (1,16) (0,04)

$$\chi^2 = 8,00 \quad \text{Nombre d'observations} = 45 \quad p = 0,045$$

Le fait d'ajouter une indicatrice traduisant le caractère fédéral de l'Etat n'améliore pas significativement le pouvoir explicatif de la régression. Le fait d'ôter la variable revenu par tête de la liste des variables explicatives ne modifie pas non plus la nature des résultats obtenus.

(2) Restrictions = 1,91 - 3,53 STRUCTURE

(0,57) (1,16)

$\chi^2 = 7,80$ Nombre d'observations = 45 $p = 0,005$

Les résultats soutiennent ainsi notre hypothèse selon laquelle l'existence d'une limitation des déficits peut être expliquée par la structure du système fiscal.

EFFETS À LONG TERME DES RESTRICTIONS BUDGÉTAIRES

L'emprunt par le gouvernement constitue un mécanisme visant à redistribuer dans le temps les charges associées à un ajustement dû à des chocs transitoires et à lisser la charge budgétaire associée aux investissements publics. Le souhait que le gouvernement fournisse ces services de stabilisation budgétaire ne disparaîtra pas lorsque une limitation des déficits sera imposée. Restreindre la capacité d'emprunt des gouvernements locaux peut donc les conduire à demander à ce que ce soit l'autorité centrale qui s'engage dans les emprunts nécessaires à l'offre de ces services. Les gouvernements locaux n'en ont en fait plus la possibilité.

Outre l'utilisation de leur levier politique pour encourager l'autorité centrale à entreprendre des emprunts supplémentaires, les gouvernements locaux peuvent favoriser ce résultat en dépensant plus qu'ils ne reçoivent, dans l'espoir que l'autorité centrale paiera la différence. De fait, dans les situations dans lesquelles les gouvernements locaux sont légalement empêchés d'emprunter, l'autorité centrale n'aura pas d'autre choix. Le cas de l'Italie illustre clairement ce propos. Bien que (ou, pourrait-on soutenir, précisément parce que) les régions et les municipalités italiennes ne peuvent pas emprunter, une large partie de la très importante dette publique de l'Italie provient des déficits des collectivités régionales et locales absorbés par le gouvernement central.

Certains économistes (notamment Sala-i-Martin et Sachs, 1992) suggèrent que le fonctionnement sans heurt d'une union monétaire exige un système de fédéralisme budgétaire pour permettre des transferts inter-régionaux en réponse aux chocs. La pression sur l'autorité centrale afin que celle-ci fournisse des services de stabilisation budgétaire sera vraisemblablement plus importante là où la limitation des déficits des gouvernements locaux empêche ces derniers de fournir eux-mêmes ces services. Pour l'Europe, cela signifie que la PDE pourrait stimuler la

création d'un système de fédéralisme budgétaire dans lequel Bruxelles collecterait les impôts et fournirait des transferts aux États membres pour des montants augmentant avec, par exemple, le niveau de chômage. Dans la mesure où les États membres ne souhaitent pas abandonner leurs recettes fiscales aussi vite qu'ils commencent à demander des services supplémentaires de la part de l'Union Européenne, la situation financière de l'Union Européenne est susceptible de se détériorer.

Ces considérations nous conduisent à faire l'hypothèse selon laquelle les restrictions sur la liberté budgétaire des gouvernements locaux encourageront le transfert de l'autorité budgétaire vers le centre et augmenteront la demande d'emprunt de l'autorité centrale, affaiblissant finalement la stabilité financière du centre. La position financière de l'autorité centrale devrait donc être plus fragile dans les pays où les gouvernements locaux sont confrontés à une stricte limitation des déficits comparativement aux pays dans lesquels les gouvernements locaux sont libres d'emprunter.

Tester cette hypothèse exige une mesure de la position financière du gouvernement central. Le ratio dette publique/PIB est problématique parce qu'un ratio donné peut être élevé ou faible selon la taille du secteur public, ce qui demeure un problème de choix public. Au lieu de ce ratio, nous mesurons une exposition à la dette comme étant égale au rapport entre dette et revenus fiscaux de l'autorité centrale (données à nouveau relatives à la période 1985-1987). L'indice de la rigueur de la limitation des déficits est égal à zéro quand il n'existe pas de restriction. Il est égal à un lorsqu'une règle d'or stricte est suivie ou lorsqu'une approbation parlementaire est exigée pour tout nouvel emprunt. Il est égal à deux lorsque les restrictions sont auto-imposées, à trois lorsque l'approbation du gouvernement central est exigée, et à quatre lorsqu'il y a interdiction catégorique d'emprunt par le gouvernement local. Les restrictions auto-imposées sont considérées plus faibles que celles appliquées par le gouvernement central, puisque la révocation de ces dernières exige le concours d'une autorité extérieure. L'approbation parlementaire est une restriction plus faible que l'approbation par l'Exécutif, puisqu'une région est certaine d'avoir une représentation au parlement national.

149

L'exposition à la dette peut aussi dépendre des préférences spécifiques à chaque pays concernant la propension à financer les dépenses du gouvernement central avec les impôts futurs. Nous incluons donc dans notre régression une variable estimant ces préférences, nommément le ratio recettes fiscales du gouvernement central/PIB (retardé pour minimiser la simultanéité). L'estimation ainsi conduite donne les résultats suivants (les écarts types sont entre parenthèses) :

(3) exposition à la dette = 2,79 + 0,41 Restrictions
 (0,69) (0,15)
 - 7,77 Préférence pour un financement par l'impôt
 (2,60)
 $R^2 = 0,31$ Nombre d'observations = 36 $F = 7,31$ $p = 0,001$

Les autorités centrales des pays imposant une étroite limitation des déficits aux autorités locales sont ainsi plus fortement exposées à l'endettement. Une interprétation possible de ce résultat est la suivante : les gouvernements locaux dont la liberté d'emprunt est limitée font pression sur le gouvernement central pour qu'il s'engage dans des activités qui donnent naissance à des emprunts supplémentaires, cela conduit ainsi à une détérioration de la position financière des autorités centrales.

IMPLICATIONS POUR L'EUROPE

Nos résultats suggèrent que plus les autorités locales dépendent de l'autorité centrale pour leur financement, plus la possibilité d'un renflouement dans le cas d'une crise financière est importante, et plus forte est l'incitation pour les autorités locales à s'engager dans des emprunts excessifs. Ils suggèrent que la crédibilité d'une prohibition des renflouements des autorités locales dépend ainsi de la structure du système fiscal.

Les implications pour l'Union Européenne sont claires. Tant que les gouvernements nationaux continuent de contrôler leurs propres assiettes fiscales, ils peuvent lever des impôts pour faire face à des crises d'endettement et seront censés le faire. L'existence de ces instruments pour faire face à des crises devrait aider la Commission Européenne et la BCE à résister à la pression en faveur d'un renflouement. Le fait que le coût lié à la crise soit supporté par l'Etat membre lui-même, sous la forme d'impôts plus élevés, limitera l'aléa moral.

Il se pourrait qu'un jour, on assiste au transfert du contrôle de l'assiette fiscale des États membres vers l'Union elle-même. Il se pourrait alors que la limitation des déficits fasse apparaître les problèmes liés à l'aléa moral. Cependant, même les partisans inébranlables de l'intégration politique ne considèrent pas cela comme une possibilité réaliste pour le futur proche. En tout cas, cette question est logiquement indépendante de l'UEM, puisque la centralisation budgétaire peut ou non se produire dans une Union monétaire.

Nos résultats selon lesquels l'exposition à la dette des gouvernements centraux augmente avec la rigueur de la limitation des déficits pesant sur les autorités locales indique que la PDE ne renforcera pas nécessairement la stabilité de la monnaie européenne unique. Les États membres présentant une préférence pour les services rendus par la stabilisation budgétaire, mais incapables de les fournir eux-mêmes feront pression sur

l'Union Européenne pour qu'elle les offre. Elle dispose d'une capacité de réponse. Bien que le budget de la Commission doive être équilibré, l'Union Européenne peut emprunter hors budget par le biais de la Banque d'Investissement Européenne. La PDE peut donc avoir pour conséquence non anticipée d'augmenter les pouvoirs fiscaux de Bruxelles. A mesure que Bruxelles fournit des services de stabilisation budgétaire et assume des responsabilités supplémentaires, on pourrait assister à une accumulation de dettes plus importante que dans la situation où les États membres sont libres d'emprunter. La fragilité financière qui en résulte pour l'Union Européenne peut être finalement une source de pressions inflationnistes plus importante comparativement à une situation dans laquelle il y aurait absence de limitation des déficits.

BIBLIOGRAPHIE

- ALESINA Alberto, ALESSANDRO PRATI et GUIDO TABELLINI (1990), « Public Confidence and Debt Management : A Model and a Case Study of Italy », in : Rudiger Dornbusch et Mario Draghi (eds), *Public Debt Management : Theory and History*, Cambridge, Cambridge University Press, p. 94-124.
- BITTER Willem, GIANCARDO CORSETTI et NOURIEL ROUBINI (1993), « Excessive Deficits : Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht », *Economic Policy* 16, p. 57-100.
- CALVO GUILLERMO (1988), « Servicing the Public Debt : The Role of Expectations », *American Economic Review* 78, p. 647-661.
- DE GRAUVE Paul (1994), *The Economic of Monetary Union*, Oxford, Oxford University Press, 2nd ed.
- EMERSON Michael, ed., (1990), « One Market, One Money », Commission of the European Communities, *European Economy* (October) 44, numéro spécial.
- GIAVAZZI Francesco et MARCO PAGANO (1990), « Confidence Crises and Public Debt Management », in : Rudiger DORNBUSCH et MARIO DRAGHI (eds.), *Public Debt Management : Theory and History*, Cambridge, Cambridge University Press, p. 125-152.
- GOODHART Charles et STEPHEN SMITH (1993), « Stabilization », in : *The Economics of Public Finance, European Economy Reports and Studies*, 5, p. 417-56.
- HUGHES-HALLETT Andrew et DAVID VINES (1991), « Adjustment Difficulties Within a European Monetary Union : Can They be Reduced ? », *Rivista di Politica Economica* 81, p. 281-322.
- LEVIN Jonathan (1991), « Measuring the Role of Subnational Governments », *IMF Working Paper* 91/8.
- MACON Jorge (1983), « Argentina », in : Norbert Andel et Heinz Haller (eds), *Handbuch der Finanzwissenschaft*, Tübingen : J.C.B. Mohr.
- MCKINNON Ronald I. (1995), « Comment », in : Peter B. Kenen (ed.), *Understanding Interdependence : The Macroeconomics of the Open Economy*, Princeton University Press, p. 88-97.

151

NOTES

1. Voir BITTER et al. (1993).
2. Ce point est traité par HUGHES-HALLETT et VINES (1991), GOODHART et SMITH (1993) et DE GRAUVE (1994).
3. Tandis qu'il existe un lien négatif, comme on s'y attendrait, entre la structure fédérale et la part de l'assiette fiscale sous le contrôle des autorités nationales. Cette association est moins que parfaite, conduisant à des corrélations différentes avec l'incidence des restrictions budgétaires dans les différents pays.
4. Voir, par exemple, EMERSON (1990).
5. Voir CALVO (1988) pour le modèle le plus connu de panique obligataire. Pour des modèles appliqués au contexte européen, voir ALESINA, PRATI et TABELLINI (1990) et GIAVAZZI et PAGANO (1990).
6. D'une certaine manière, de telles préoccupations ne sont pas liées à la question de l'UEM ; la solidarité,

la cohérence et la convergence sont les principes de l'Union européenne, indépendamment du fait que l'Union adopte ou non une monnaie commune.

7. Notre échantillon, contraint par la disponibilité des données, comprend l'Argentine, l'Australie, l'Autriche, le Brésil, le Canada, l'Allemagne, l'Inde, la Malaisie, le Mexique, les FSM, le Nigeria, le Pakistan, la Suisse, les Emirats Arabes Unis, les États-Unis et le Venezuela.

8. Le Pakistan et le Nigeria sont passés de l'absence de restriction à des limites sur les emprunts par gouvernements des États dans leur transition de constitutions post-coloniales fortement fédérales à leurs constitutions plus centralisées actuelles. Le Brésil, a contrario, est récemment passé à des limites d'emprunt par les gouvernements des États imposées par le gouvernement fédéral et votées par le parlement fédéral. Ces limites s'appliquent cependant aux seuls emprunts en monnaie locale qui sont garantis par le gouvernement fédéral.

9. L'échantillon comprend la Belgique, les Bahamas, la Bolivie, le Chili, la Colombie, le Costa Rica, le Danemark, la République dominicaine, l'Équateur, le Salvador, la Finlande, la France, la Grèce, le Guatemala, le Honduras, l'Indonésie, l'Irlande, l'Italie, le Japon, la Corée, le Luxembourg, les Pays-Bas, la Nouvelle-Zélande, le Nicaragua, la Norvège, le Panama, le Pérou, le Portugal, l'Espagne, la Suède, Trinidad et Tobago, l'Uruguay et le Royaume Uni.

10. Même si le gouvernement lève maintenant des impôts, une année peut être nécessaire avant que l'impact sur les recettes fiscales ne se matérialise. Dans la mesure où les contribuables paient leurs impôts sur le revenu évalué sur une base trimestrielle et où les autorités augmentent les impôts sur le chiffre d'affaires et la TVA, les résultats peuvent se matérialiser plus rapidement, mais il n'en demeure pas moins qu'il faudra du temps avant qu'une hausse importante des recettes nettes ne se produise.

11. Les systèmes fiscaux peuvent être décrits comme des combinaisons de ces cas limites. Le Reich allemand de 1871 à 1918 constitue un exemple d'un troisième modèle, dans lequel le gouvernement central est largement privé de ressources fiscales propres et est ainsi financièrement dépendant des gouvernements locaux.

12. Pour une discussion de la mesure de la capacité fiscale des gouvernements locaux, voir Levin (1991). Si, en principe, on peut aussi inclure les revenus propres provenant de ressources non fiscales, de telles données n'existent pas pour tous les pays de notre échantillon.

13. Le test d'égalité de moyenne indique un t calculé égal à 7,47.

14. Dans quelques cas, des problèmes de disponibilité des données nous ont obligé à substituer des chiffres relatifs à des périodes antérieures ou postérieures ; un appendice contenant les données est disponible sur demande.