



# QUELQUES QUESTIONS SUR LA CONDUITE D'UNE POLITIQUE MONÉTAIRE UNIQUE DANS UNE ZONE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE EN VOIE D'INTÉGRATION

PIERRE JAILLET \*  
CHRISTIAN PFISTER \*\*

**D**epuis l'entrée en Union monétaire en 1999, le débat - il est vrai assez académique - sur l'adéquation de la zone euro aux critères d'une zone monétaire optimale n'est plus de mise. Ironiquement, c'est Robert Mundell<sup>1</sup>, prix Nobel et auteur en 1961 d'un article fondateur définissant ces critères, qui a lui-même réfuté pour l'essentiel les arguments de ceux qui, se recommandant de ses thèses, mettaient en doute la pérennité de la zone euro<sup>2</sup>.

Il n'en subsiste pas moins un débat sur les risques d'une politique monétaire unique *one size fits all* conduite dans une zone économique et financière encore hétérogène à certains égards. Les questions posées concernent pour l'essentiel :

- la synchronisation des cycles macroéconomiques ;
- les écarts structurels entre États membres et les problèmes liés au « rattrapage », dans la perspective de l'élargissement ;
- la capacité des mécanismes d'ajustement macroéconomique à pallier l'absence de politique monétaire nationale ;
- l'efficacité du dispositif de coordination des politiques économiques en l'absence du budget fédéral et d'un « gouvernement économique » de la zone euro ;
- les spécificités nationales des canaux de transmission de la politique monétaire ;

\* Directeur des Relations Internationales et Européennes de la Banque de France.

\*\* Directeur des Études Économiques et de la Recherche de la Banque de France.

Cet article n'exprime pas la position de la Banque de France ou celle de l'Eurosystème et n'engage que ses auteurs. Tout en restant seuls responsables d'éventuelles erreurs, nous remercions nos collègues Ivan Odonnat et Frédéric Wilhelm de l'aide qu'ils nous ont apportée.



- le rôle du taux de change au sein d'une zone où se côtoient des économies plus ou moins dépendantes des relations avec les pays hors zone euro.

On s'attache dans cet article à examiner ces différents points.

Il ne semble pas qu'il y ait d'éléments sérieux de nature à mettre en cause la viabilité de la zone euro ou même l'efficacité de la politique monétaire unique. Cependant, deux points méritent d'être soulignés. D'une part, une des conditions cruciales d'un fonctionnement harmonieux de l'UEM réside dans l'efficacité des mécanismes nationaux de stabilisation, ce qui doit inciter les États membres à dégager dans l'avenir des marges de manœuvre budgétaires plus larges qu'elles n'apparaissent aujourd'hui. D'autre part, l'achèvement du marché unique des services financiers doit être activement poursuivi, pour faciliter une transmission plus fluide et homogène des signaux de la politique monétaire unique aux économies de la zone euro.

*COMMENT LES DIVERGENCES MACROÉCONOMIQUES  
AU SEIN DE LA ZONE EURO ÉVOLUENT-ELLES ?  
QU'EN PENSER ?*

D'un point de vue de politique monétaire, la question du degré de convergence économique au sein de la zone euro ne revêt pas un caractère important : par nature, la politique monétaire unique ne peut pas répondre à des évolutions nationales divergentes. Néanmoins, du point de vue des pays membres, cette question peut importer à deux titres : la préservation de la compétitivité et les modalités d'ajustement macroéconomique et de coordination des politiques budgétaires. Les divergences macroéconomiques au sein de la zone euro sont analysées ici sous deux aspects : l'inflation et la croissance économique.

*L'inflation*

Les écarts d'inflation sont un sujet sur lequel la BCE s'est déjà exprimée à deux reprises dans son bulletin mensuel<sup>3</sup> ; cela n'est pas surprenant puisque la politique monétaire unique a pour objectif la stabilité des prix et qu'elle agit sur l'économie à travers des variations du taux d'intérêt réel. Or, dans une union monétaire, des taux d'inflation différents se traduisent par des taux d'intérêt réels également différents, ce dont les autorités nationales doivent tenir compte dans leur réglage macroéconomique.

Les performances inflationnistes, très inégales au début de la décennie 1990, se sont fortement rapprochées depuis. Ce mouvement de convergence s'est opéré dans un contexte général de désinflation. De nombreux facteurs ont pu contribuer à sa réalisation : des politiques monétaires mieux coordonnées et plus directement orientées vers la maîtrise des

tensions inflationnistes ; la tendance à la modération salariale ; l'intensification de la concurrence sur le marché des biens et services à la suite de la mise en place du Marché unique ; l'application d'un critère d'inflation pour la qualification des pays candidats à l'entrée dans l'Union monétaire ; l'existence de capacités de production excédentaires (voir graphique n°1).

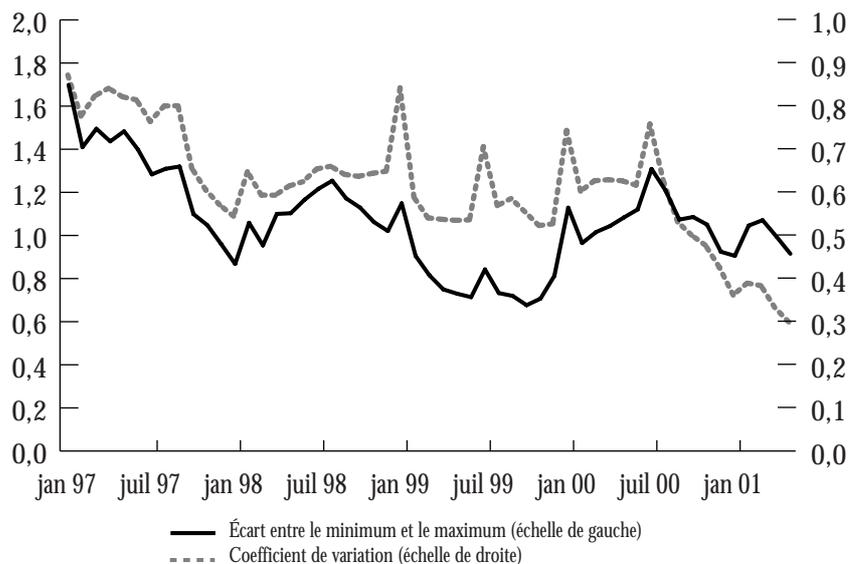
Ce mouvement de convergence semble s'être interrompu au cours des dernières années. En effet, depuis 1997, l'écart entre inflations maximale et minimale dans la zone euro s'est légèrement accru que l'on considère l'indice d'ensemble ou l'indice sous-jacent comme indicateur d'inflation (voir graphique n°2). Sur cette période, plusieurs pays (Portugal, Espagne, Finlande, Belgique, Irlande) ont une inflation qui demeure supérieure à 3,5 % ; un autre ensemble (Italie, Pays-Bas) connaît des rythmes de progression des prix de l'ordre de 3 % ; enfin un troisième groupe a une inflation voisine de 2 % (France, Autriche et Allemagne) (voir graphique n°3). Néanmoins, ces écarts sont très faibles par rapport à ceux qui prévalaient avant 1996 et n'ont rien d'inquiétant au regard de ceux que l'on peut observer dans des unions monétaires établies de longue date, comme aux États-Unis<sup>4</sup>. De plus, dans certains pays, une partie de l'écart d'inflation semble pouvoir être mise au compte d'un effet de « rattrapage ».

**Graphique n°1**  
**Convergence des taux d'inflation dans la zone euro (EU12)**



Source : Eurostat

**Graphique n°2**  
**Convergence de l'inflation sous-jacente**  
**(hors énergie et produits frais) dans la zone euro (EU12)**



4

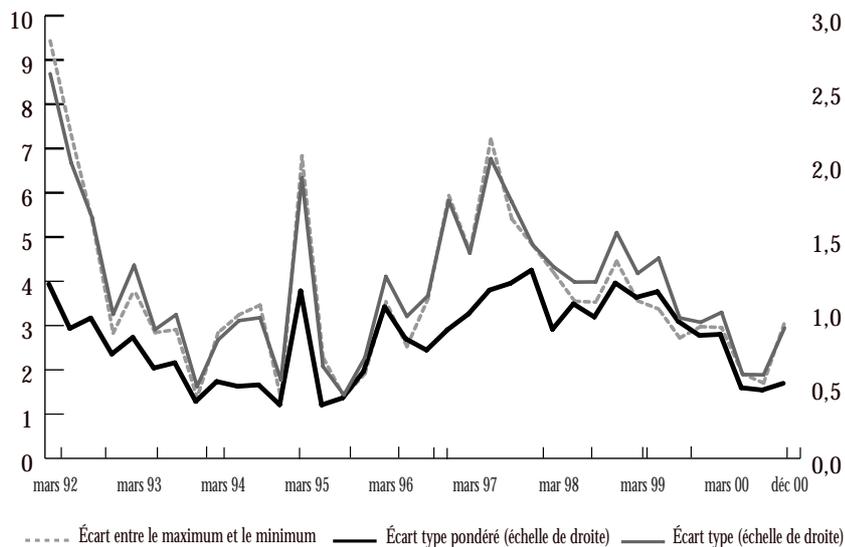
Source : Eurostat

### *La croissance économique*

Au cours de la décennie 1990, on n'observe pas un mouvement continu de convergence des rythmes d'activité mesurés par le glissement annuel du PIB en termes réels. Au contraire, des fluctuations sensibles de la dispersion des rythmes de croissance sont perceptibles. Néanmoins, la convergence en matière de croissance économique s'est renforcée depuis 1998 (voir graphique n°3). Cette évolution a été favorisée par la mise en place du marché unique, la préparation du passage à la monnaie unique et la disparition du risque de change dans la zone euro.

On observe également que la corrélation des cycles était déjà marquée au début des années 1990. Ainsi, l'absence d'une tendance forte au rapprochement des rythmes de croissance sur la dernière décennie masque le fait que la convergence cyclique était déjà pour l'essentiel acquise au début de la période (sur la période récente, on note toutefois que la corrélation des taux de croissance en France et en Allemagne s'est réduite ; ce phénomène est généralement imputé à des facteurs propres à l'économie allemande, tels que la

**Graphique n°3**  
**Convergence de la croissance des PIB dans la zone euro**



Source : Eurostat

5

saturation de la demande de logements et d'automobiles sur la période récente).

**Tableau n°1**  
**Corrélation des glissements annuels des PIB en 1992-1998**  
**et en 1999-2000**  
(données trimestrielles)

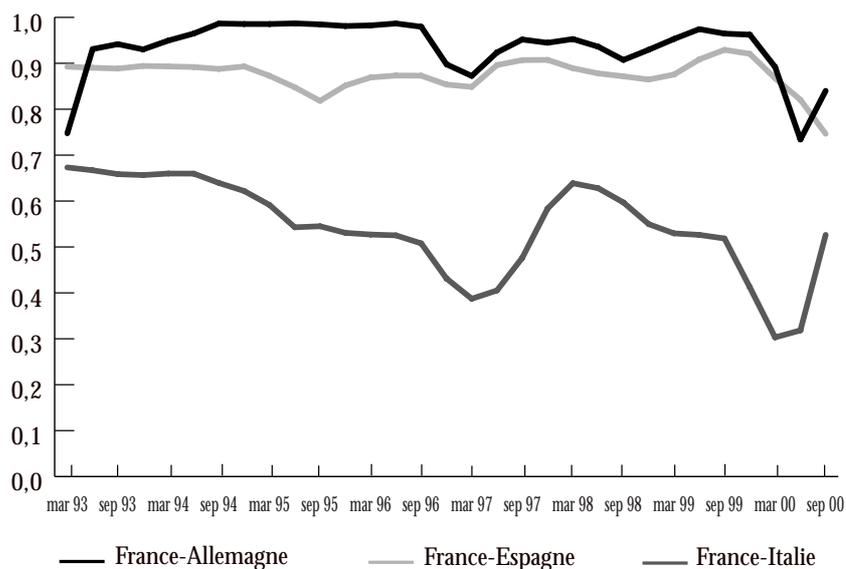
Périodes	Allemagne-France	Allemagne-Italie	France-Italie
1992-1998	0,93	0,85	0,92
1999-2000	0,78	0,86	0,88

Source : Eurostat

De fait, depuis de nombreuses années, l'activité industrielle est étroitement corrélée entre les différentes économies nationales de la zone euro, notamment en raison de l'importance des échanges interindustriels (voir graphique n°4).

En résumé, même si la convergence macroéconomique semble un peu marquer le pas ces dernières années, il ressort de l'examen des indicateurs d'activité et d'inflation que les économies de la zone euro sont désormais très synchronisées.

**Graphique 4**  
**Coefficients de corrélation entre les taux de croissance**  
**des productions industrielles nationales**



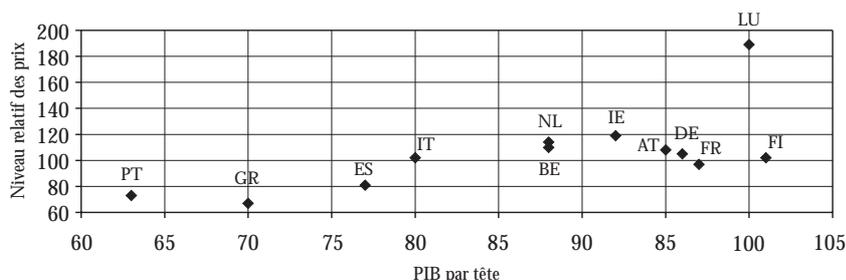
Source : Eurostat

*LES ÉCARTS STRUCTURELS QUI SUBSISTENT AU SEIN  
 DE LA ZONE EURO SONT-ILS SOURCE DE PROBLÈME ?  
 EN IRAIT-IL DE MÊME EN CAS D'ÉLARGISSEMENT RAPIDE  
 DE LA ZONE EURO AUX PAYS CANDIDATS À L'ACCESSION  
 À L'UNION EUROPÉENNE ?*

Les écarts structurels peuvent être évalués par les niveaux de PIB par habitant et de prix, ces deux aspects étant liés entre eux puisque, ainsi que Bela Balassa et Paul Samuelson l'avait remarqué dès 1964<sup>5</sup>, le « rattrapage » semble aller de pair en matière de revenu réel et de prix. Cette corrélation paraît d'ailleurs assez bien vérifiée dans la zone euro (voir graphique n°5).

Dans cette perspective, une partie au moins des écarts d'inflation entre pays de la zone reflèterait le jeu d'un effet Balassa-Samuelson et n'aurait pas de conséquence nuisible en matière de compétitivité. Plus précisément, cet effet prendrait sa source dans la conjugaison de deux phénomènes dans les économies en « rattrapage » : des écarts de taux de croissance de la productivité entre secteurs « abrités » et « exposés » plus forts que dans les économies les plus développées et des évolutions

### Graphique n°5 Niveau des prix et du PIB par tête en standard de pouvoir d'achat en 2000 dans la zone euro



Source : Banque mondiale

salariales similaires dans l'ensemble des secteurs. Sous l'hypothèse de prix unique pour les biens échangés et en l'absence de possibilité d'appréciation de leur taux de change, les économies en « rattrapage » devraient donc enregistrer des taux d'inflation supérieurs à ceux de leurs partenaires dans la zone euro. Plusieurs études ont cherché à évaluer ces écarts imputables à l'effet Balassa-Samuelson : la différence entre les taux d'inflation nationaux le plus élevé et le plus bas s'établirait dans une plage de 1.8 à 2.8 %, - 4.3 % avec la Grèce -, avec un écart-type entre 0.6 et 0.9 %<sup>6</sup>. Certaines de ces études en ont inféré un taux d'inflation dit « minimum » pour la zone euro sous l'hypothèse qu'aucune économie n'enregistrerait une baisse globale de prix, avec un résultat de 0.6 à 1 %, et en ont parfois tiré argument pour un relèvement de la définition de la stabilité dans la zone euro si cette dernière était rapidement élargie aux pays candidats. Néanmoins, ces analyses et leurs implications demandent à être nuancées.

Tout d'abord, le recours au modèle de Balassa-Samuelson ne va pas sans difficultés. En effet, ce modèle est fondé sur des hypothèses fortes telles que la tendance à l'égalisation des niveaux de salaires entre secteurs ainsi que des niveaux de productivité de revenu et des prix des biens échangeables entre pays. De plus, les données sur lesquelles on peut s'appuyer pour évaluer l'effet Balassa-Samuelson, notamment les écarts sectoriels de productivité, sont souvent d'une qualité insuffisante et disponibles depuis peu. En tout état de cause, du fait que le phénomène de « rattrapage » concerne des économies qui représentent un faible pourcentage de la population de la zone euro - Espagne, Grèce, Portugal -, l'impact de l'effet Balassa-Samuelson sur le taux d'inflation courant et à moyen-long terme dans la zone est limité (de l'ordre de 0.3 à 0.4 point de pourcentage). Il pourrait toutefois en aller autrement en cas d'élargissement rapide de la zone euro aux pays candidats à l'Union européenne, puisque les dix pays d'Europe Centrale et Orientale (Peco)



pris ensemble ont un niveau de PIB par habitant exprimé en standard de pouvoir d'achat de l'ordre de 37 % de la moyenne de l'Union européenne pour une population qui représente environ 28 % de celle de l'Union européenne<sup>7</sup>, contre des pourcentages respectivement de 80 % et 20 % de la zone euro pour l'ensemble Espagne-Grèce-Portugal. Cela milite pour que, de même que les pays fondateurs, les pays candidats mènent à bien un processus parallèle de convergence nominale et réelle avant de rejoindre la zone euro.

De plus, il est difficile de tirer des conséquences en matière de politique monétaire de l'existence d'un effet Balassa-Samuelson dans la zone euro. En particulier, la définition d'un taux d'inflation « minimum » pour la zone requerrait de fixer un taux de variation des prix minimum pour le pays où l'effet Balassa-Samuelson est le plus faible, ce qui reviendrait à « régionaliser » la politique monétaire unique et n'aurait donc pas sens : toute évolution purement nationale des prix constitue pour la politique monétaire unique une évolution de prix relatifs et n'a pas à être prise en compte, faute de quoi la politique monétaire conduirait à un niveau global de prix indéterminé. Si certains pays enregistrent un taux d'inflation qui leur fait perdre de la compétitivité à l'intérieur de la zone euro, il est d'ailleurs de leur intérêt, comme de celui de la zone, de mettre en œuvre des politiques structurelles, voire budgétaires, correctrices. *A contrario*, accompagner des dérapages inflationnistes, par exemple en relevant le seuil de 2 % adopté par la BCE pour la définition de la stabilité des prix, réduirait la crédibilité de la politique monétaire unique et favoriserait la constitution de primes de risque dans la courbe des taux de l'euro. Ne serait-ce pour ces raisons, l'idée de définir un taux d'inflation « minimum » pour éviter l'apparition de phénomènes de déflation dans certains pays n'est pas convaincante : il n'y a pas d'utilité, en particulier, à avoir des taux d'intérêt réels négatifs au niveau de la zone, situation qui favoriserait une mauvaise allocation ou une expatriation des capitaux ; de même, il n'est pas certain que la hausse des prix facilite les ajustements de prix relatifs de nos jours dans les pays du « cœur », après une période assez longue de faible inflation où les comportements de fixation de prix et de salaires ont pu s'adapter et réduire les rigidités nominales.

*EN L'ABSENCE DE POLITIQUE MONÉTAIRE NATIONALE,  
COMMENT LES AJUSTEMENTS MACROÉCONOMIQUES  
S'OPÈRENT-ILS DANS LA ZONE EURO ?*

Les ajustements macroéconomiques au sein d'une zone monétaire peuvent s'effectuer soit spontanément, soit avec le concours des politiques économiques qui restent disponibles au niveau national.



Les ajustements spontanés, notamment ceux qui s'effectuent par les prix, peuvent être inévitables. Il en est ainsi en particulier lorsque les prix s'ajustent à un nouvel équilibre par exemple sous l'effet d'un « rattrapage ». Il a ainsi été suggéré que « plus la demande externe est source de surchauffe, plus l'inflation est l'instrument naturel pour faire revenir l'économie vers des niveaux de production soutenables »<sup>8</sup> : les soldes de transactions courantes montreraient de la sorte que la hausse des prix est aujourd'hui de nature ré-équilibrante en Irlande, mais déséquilibrante en Espagne. Bien que les soldes des transactions courantes et leur décomposition entre échanges intra et extra-zone euro fournissent en effet des indications précieuses, les mêmes auteurs n'en remarquent pas moins que « l'ajustement par l'inflation peut ne pas être si facile » : étant donné l'inertie de l'inflation, le risque est d'aboutir à une appréciation réelle trop forte car réduisant excessivement la compétitivité. Or, compte tenu de la faible mobilité de la main-d'œuvre dans la zone euro, le rétablissement d'une compétitivité compromise peut constituer un processus long et douloureux.

Cela pose la question des modalités de formation des salaires dans les économies nationales. D'une manière générale, on sait que celles les plus aptes à préserver la compétitivité, et donc à développer l'emploi, s'organisent au niveau de l'entreprise, car elles permettent aux salaires d'évoluer le mieux en ligne avec la productivité. Des négociations au niveau national ou même des secteurs d'activité peuvent toutefois être utiles pour fournir de grandes lignes directrices, pourvu qu'elles associent des organisations suffisamment représentatives pour intégrer les conséquences sur l'ensemble de l'économie des accords conclus<sup>9</sup>. La constitution de la zone euro ne change rien à cette situation ; elle la rend seulement plus claire car la discipline résultant de l'appartenance au mécanisme de change se trouve pérennisée. En particulier, toute tentative pour aligner les niveaux des salaires entre des économies qui conservent des différences de niveau de productivité ne pourrait que se traduire par des pertes de compétitivité, et donc d'emplois, dans les économies les moins avancées, puisque les taux de conversion sont irrévocablement fixés ; en outre, la compétitivité de la zone euro dans son ensemble serait détériorée.

Quelques facteurs peuvent toutefois limiter les besoins d'ajustement au sein de la zone euro. Ainsi les économies de la zone sont moins spécialisées que les États américains, par exemple, ce qui suggère que les risques de chocs asymétriques et donc les besoins d'ajustement y sont aussi potentiellement moins forts<sup>10</sup>. Le caractère relativement synchrone des cycles a par ailleurs été souligné. En outre, un point important et plutôt rassurant du point de vue de l'homogénéité des réactions aux fluctuations conjoncturelles mais aussi de la cohérence du *policy mix*, est

que dans les principaux pays de la zone (Allemagne, France, Italie, Espagne) la sensibilité des déficits publics aux variations du PIB est analogue (elle s'inscrit dans une fourchette de 0,4 à 0,5).

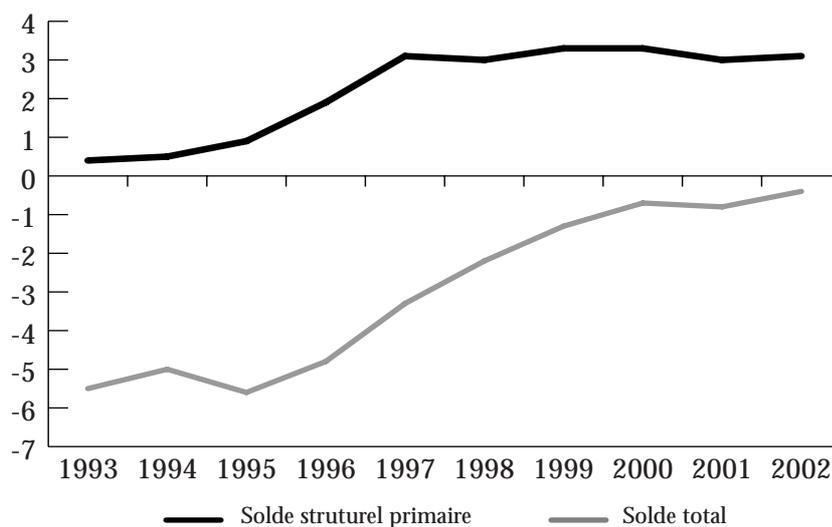
Mais le point essentiel est que les politiques budgétaires et structurelles nationales ont le rôle principal dans les ajustements macroéconomiques, notamment en cas de choc asymétrique, la politique monétaire unique ne pouvant par construction pas y répondre (voir question 4). Plus précisément, les politiques structurelles sont surtout à même de répondre à des chocs d'offre et les politiques budgétaires à des chocs de demande. À cet égard, la préoccupation a parfois été exprimée que les règles budgétaires découlant du traité de Maastricht - critères de déficit et de dette - et du Pacte de stabilité et de croissance - maintien d'une position budgétaire à moyen terme proche de l'équilibre ou en excédent - ne réduisent l'efficacité des politiques budgétaires<sup>11</sup>.

Ce dispositif a dès lors été interprété comme une entrave aux capacités de réaction autonomes des États membres, alors que son objet est précisément de recouvrer et de maintenir l'efficacité de stabilisateurs conjoncturels aujourd'hui encore grevés par divers facteurs (dette publique accumulée, inertie des dépenses publiques courantes) qui expliquent que les effets positifs de relance « keynésiens » attendus d'une hausse de l'endettement public peuvent être parfois contrariés par des effets de type néo-ricardiens<sup>12</sup>. Des travaux de la Commission de l'UE ont d'ailleurs montré qu'au cours des quarante dernières années des situations budgétaires proches de l'équilibre (définies en l'occurrence comme des déficits structurels inférieurs à 1 % du PIB) auraient permis dans tous les cas de recourir aux stabilisateurs automatiques sans dépasser le seuil de 3 % (on a vu qu'un dépassement pouvait être toléré dans des cas exceptionnels comme un déclin du PIB supérieur à 0,75 % en un an). On ne peut donc alléguer un carcan trop strict<sup>13</sup>.

La forte croissance économique que les pays fondateurs de la zone euro ont connue au cours des quatre dernières années a permis de réduire le déficit des administrations publiques rapporté au PIB de la zone de 2,6 % en 1997, année servant de base à la qualification, à 0,7 % en 2000 (hors produits de la cession de licences UMTS ; il apparaît même un excédent de 0,4 % du PIB si l'on tient compte de ces produits) même si les situations nationales étaient cette année-là encore contrastées, allant d'un déficit de 1,7 % du PIB au Portugal à un excédent de 6,7 % en Finlande. La tendance générale semblait donc conduire à une situation dans laquelle les États membres disposaient d'une marge de manœuvre a priori suffisante pour faire face au ralentissement de la croissance économique.

Cependant l'évolution observée depuis 2000 et anticipée pour 2002 et au-delà conduit à être plus prudent sur les risques de « morsure » du pacte de stabilité et de croissance.

**Graphique n°6**  
**Solde structurel primaire des administrations publiques et solde total**  
(en moyenne dans la zone euro, % du PIB)



Source : Commission européenne

11

En effet, l'amélioration de la composante cyclique des déficits liée au cycle de forte croissance, a masqué un relâchement de l'effort de consolidation budgétaire après 1997. Le graphique n°6 montre ainsi que le solde structurel primaire s'est stabilisé après 1997, les économies sur les dépenses publiques ayant été compensées par des mesures d'allègement d'impôt.

La phase conjoncturelle très favorable qui vient de s'achever n'a donc pas permis, semble-t-il, de constituer les marges de manœuvre assurant tous les États membres de ne pas buter sur la limite des 3 % du PSC en cas de ralentissement marqué de l'activité. Ce risque n'est pas négligeable. Ainsi, selon les prévisions d'automne 2001 de la Commission européenne, le déficit de l'Allemagne pourrait atteindre 2,5 % du PIB en 2001 et 2,7 % en 2002.

Au-delà de ces préoccupations de court terme, il est probable que les marges de manœuvre budgétaires seront obérées par l'alourdissement prévisible des dépenses publiques lié au vieillissement démographique. L'incidence en est évaluée par l'OCDE, dans le cas de la France par exemple, à environ 4 % du PIB à l'horizon 2050, les premiers effets étant ressentis dès 2005. Même si des réformes structurelles des systèmes retraites réduisent cette charge additionnelle, les États membres devront « provisionner » des charges nouvelles liées au



vieillessement tout en améliorant leurs capacités de réponse aux aléas de la conjoncture<sup>14</sup>.

*LA ZONE EURO EST-ELLE VIABLE  
SANS UN « GOUVERNEMENT ÉCONOMIQUE »  
FÉDÉRAL FACE À L'EUROSYSTÈME ?*

*Un modèle original du policy mix*

Une préoccupation fréquemment exprimée au sujet de l'UEM européenne concerne l'absence des instruments de politique économique qui sont la marque des économies de type fédéral, c'est-à-dire un budget central important, cumulant les rôles d'impulsion, de redistribution et de stabilisation macroéconomique. À cet égard, les dispositions du Traité et leurs prolongements (notamment le Pacte de stabilité et de croissance) s'inscriraient davantage dans le « modèle de convergence » bien enraciné dans l'histoire de l'intégration européenne qu'ils ne définiraient un « modèle de coordination » apte à garantir la compatibilité des politiques économiques normales et un *policy mix* cohérent<sup>15</sup>.

De fait, l'UEM constitue un modèle très original de *policy mix*, inédit au plan historique, caractérisé par une nature institutionnellement asymétrique de son *policy mix* : la politique monétaire est gérée sous le modèle fédéral par l'Eurosystème, donc défini de façon centralisée, alors que les politiques budgétaires relèvent pour l'essentiel de la souveraineté nationale.

Le budget communautaire, limité à 1,27 % du PIB de la zone euro, est en outre intégralement dévolu aux fonctions d'allocation et de redistribution (au sens de Musgrave) mais pas du tout à la stabilisation ; les politiques budgétaires nationales sont dès lors l'instrument de premier rang pour amortir les déphasages conjoncturels entre les économies nationales ou d'éventuels chocs asymétriques.

On a vu qu'il ne fallait sans doute pas surestimer les besoins d'ajustement macroéconomiques de la zone euro. Il n'en reste pas moins qu'en l'absence d'un budget fédéral significatif, il revient à un dispositif de surveillance et de coordination de nature intergouvernementale pour l'essentiel d'assurer des fonctions multiples et complètes : amortissements des chocs conjoncturels nationaux, mais aussi « pilotage » macroéconomique de l'ensemble de la zone, maintien d'une discipline adéquate des finances publiques, convergence des réformes structurelles (ce dernier point est surtout mentionné pour mémoire, il concerne plutôt l'Union européenne au sens large et fait l'objet d'un traitement spécifique dans le cadre des « processus » de Luxembourg et de Cardiff, ou de Cologne pour ce qui concerne le dialogue macroéconomique entre partenaires sociaux).



### *Les enjeux*

Les enjeux sont très clairs. Si ces fonctions multiples n'étaient pas correctement assurées, la stabilité et la soutenabilité à long terme de l'Union ne seraient pas garanties. En effet :

- l'efficacité des stabilisateurs conjoncturels conditionne la capacité de la réaction des États membres à des chocs communs. C'est donc un élément crucial du point de vue du fonctionnement harmonieux de l'Union, en l'absence d'un mécanisme d'ajustement centralisé ;

- la discipline budgétaire nationale, qui est naturellement la condition première de la soutenabilité des finances publiques dans chaque État membre, est pour l'union monétaire un sujet de préoccupation commune : une situation de surendettement d'un ou de plusieurs états (même dans le cadre de la règle de *no-bail out* du Traité) menace les « biens communs » que sont la stabilité des prix, l'équilibre de la balance des paiements ou la crédibilité internationale de l'euro ; elle risque aussi d'entraîner une prime de risque sur les taux d'intérêt dont les effets (s'ajoutant à la réaction logiquement restrictive de la politique monétaire de l'Eurosystème) neutraliseraient l'externalité positive transitoire pour les autres pays de la zone d'une relance budgétaire chez leur(s) partenaire(s). Enfin, l'expérience des premières années de l'UEM illustre bien que, contrairement à ce qui était parfois anticipé lors de la rédaction du Traité, les marchés discriminent très mal les risques des signatures des emprunteurs souverains, il est donc illusoire d'attendre d'eux qu'ils assurent - en substitution des règles communautaires - la discipline nécessaire à la bonne gestion du club<sup>16</sup> ;

- un « pilotage » macroéconomique adéquat, défini pour l'ensemble de la zone en fonction de son environnement extérieur, de sa croissance potentielle et de la politique monétaire unique, est une condition de la cohérence du *policy mix* cohérent et de son adéquation à la situation conjoncturelle. À défaut, l'union encourrait plusieurs risques : conflits d'instruments, manque de visibilité du *policy mix* qui serait sanctionnée par les marchés et serait aussi contraire au principe démocratique d'*accountability*, « surcharge » possible de la politique monétaire unique, qui n'est pas la mieux qualifiée pour le réglage conjoncturel, compte tenu, en particulier, de ses délais d'action. Mais l'Eurosystème, de par sa nature fédérale, est aussi le premier bouc émissaire en cas de conflit de *policy mix*.

### *Les instruments*

Le premier, de nature prudentielle, est constitué de la procédure de déficit excessif (art 104 du Traité), complétée par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) qui impose aux États membres, sauf dans des cas « exceptionnels et temporaires » (comme une baisse du PIB assimilable

à une « grave récession » de maintenir leurs déficits publics en deçà d'un seuil de 3 % par rapport au PIB sous peine de sanctions graduées ; le PSC stipule aussi que les États membres doivent assurer à moyen terme une situation budgétaire « proche de l'équilibre ou en excédent ». Dans la pratique, les États membres de la zone euro doivent soumettre annuellement à la Commission et à leurs pairs des « programmes de stabilité » justifiant la nature appropriée de leurs politiques budgétaires au regard du PSC et des scénarios macroéconomiques sous-jacents.

Le second, qui est l'instrument de premier rang du processus de coordination (en accord avec l'article 2 du Traité), est constitué par les grandes orientations de politique économique (GOPE). En effet, ni le strict respect du PSC ni le fonctionnement bien huilé des stabilisateurs ne garantissent par eux-mêmes la compatibilité des politiques économiques ou la cohérence du *policy mix* de la zone euro. En outre, les GOPE intègrent et synthétisent les divers processus de surveillance et de coordination, et plus particulièrement les programmes actuels de stabilité des États membres. La création en 1997 de l'Eurogroupe, instance informelle et réduite, *a priori* bien adaptée aux besoins d'une coordination intergouvernementale, a été interprétée comme un facteur favorisant le rôle des GOPE et un dialogue constructif avec la BCE, qui participe à ses réunions. Outre les GOPE, le champ de discussion de l'Eurogroupe, précisé au Conseil d'Helsinki de 1999, inclut aussi l'évolution des taux de change de l'euro, la position des balances courantes, l'évolution des marchés de capitaux, la préparation des réunions internationales majeures... Fonctionnant en étroite liaison avec la Commission, l'Eurogroupe constitue ainsi l'embryon d'un gouvernement économique de la zone euro que les autorités françaises ont souvent appelé de leurs vœux.

La zone euro dispose donc des instruments de *policy mix* permettant un dosage approprié des politiques économiques agrégées et de la politique monétaire unique<sup>17</sup>. Même si l'expérience des trois premières années de fonctionnement de l'UEM est trop brève pour tirer un bilan d'un dispositif aussi complexe et novateur, elle inspire toutefois quelques enseignements.

### *Quels enseignements ?*

Plusieurs éléments positifs sont d'abord à souligner : techniquement les procédures ont assez bien fonctionné : les États membres inscrivent bien leur politique budgétaire dans le cadre du PSC, qui donne désormais lieu à une notification annuelle au quatrième trimestre, les programmes annuels de stabilité donnent lieu à une discussion communautaire approfondie des politiques économiques de chaque État membre. Les fréquentes réunions de l'Eurogroupe elles-mêmes



préparées au sein du Comité économique et financier, favorisent de réelles discussions sur les évolutions économiques et financières de la zone Euro ; la participation de la BCE à ces réunions (les Banques centrales nationales étant, quant à elles, associées aux travaux du Comité économique et financier) facilite un débat entre responsables économiques et monétaires beaucoup moins conflictuel qu'il n'a pu être parfois suggéré dans la presse.

Enfin, la définition du *policy mix* de la zone euro n'a pas suscité de conflit significatif dans le dosage des instruments et il est apparu bien adapté à une situation (il est vrai favorable) de croissance économique soutenue qui a prévalu, en particulier, jusqu'à mi-2001.

Il est possible toutefois d'identifier quelques points moins positifs et quelques voies d'amélioration.

En premier lieu, au mouvement de consolidation des finances publiques intervenu de 1993 à 1999 (liée à la pression exercée par les critères de convergence) a succédé depuis l'entrée en UEM un certain relâchement de la discipline budgétaire en dépit d'un environnement macroéconomique très favorable<sup>18</sup>. Cela suggère qu'en régime de croisière les modalités actuelles de surveillance et de coordination n'incitent pas suffisamment les États membres à disposer d'une situation budgétaire en équilibre ou excédentaire, comme le PSC le préconise à moyen terme pour faire face aux aléas conjoncturels.

En second lieu, le modèle intergouvernemental de coordination macroéconomique montre quelques limites. La création de l'Eurogroupe a constitué un progrès indéniable, mais elle a conduit à poser des questions sur le cadre communautaire de coordination des politiques budgétaires et le rôle d'initiative de la Commission ; la coordination multilatérale se fonde pour l'essentiel sur la « pression des pairs » qui tend à dériver vers des pactes de non-agression budgétaire, notamment entre les grands pays<sup>19</sup>. La contrepartie du caractère informel des discussions de l'Eurogroupe, propice à un débat ouvert, se retrouve naturellement dans l'absence d'engagement très clair sur la politique économique d'ensemble... De fait, il n'y a aujourd'hui guère de proposition politiquement crédible allant dans le sens d'un saut qualitatif vers une « fédéralisation » accrue du régime de coordination<sup>20</sup> ou même d'une harmonisation plus forte mais sélective de certaines taxes, par exemple en fonction de la mobilité de leur assiette<sup>21</sup> et les partisans d'une coordination renforcée préconisent des solutions qui s'inscrivent le plus souvent dans la logique intergouvernementale<sup>22</sup>.

En troisième lieu, il est difficile d'avoir aujourd'hui une vision claire, c'est-à-dire chiffrée et collectivement assumée, d'une orientation de politique budgétaire pour la zone euro dans son ensemble. On a pu évoquer des problèmes techniques d'agrégation des données budgétaires

nationales (la présentation des programmes de stabilité n'est pas encore totalement homogène et synchronisée), mais la difficulté principale est que la « politique budgétaire de la zone euro », contrairement à la politique monétaire unique, demeure encore un concept très abstrait, ni préparée par une administration communautaire, ni décidée par un gouvernement économique européen, ni bien sûr votée par le Parlement européen. En l'occurrence, la critique usuelle à l'encontre du manque de transparence de la politique monétaire unique de l'Eurosystème pourrait s'adresser de façon plus pertinente à l'autre composante du *policy mix* de la zone euro.

Comme Niels Thygesen l'a fait remarquer, les besoins de coordination entre les autorités monétaires et budgétaires comme entre les décideurs nationaux ont sans doute été surestimés avant l'entrée en Union monétaire<sup>23</sup>, ce qui incite à ne pas surcharger, mais plutôt à mieux gérer le dispositif de coordination déjà complexe en vigueur. En revanche, l'échange d'informations aussi complètes et dénuées d'ambiguïté que possible entre des interlocuteurs affichant clairement leurs intentions et leurs stratégies est indispensable à un dialogue constructif entre les autorités et à la cohérence du *policy mix*.

16

*EXISTE-T-IL DES DIFFÉRENCES SIGNIFICATIVES  
DANS LE MÉCANISME DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE  
MONÉTAIRE ENTRE LES PAYS DE LA ZONE EURO ?  
COMMENT CES DIFFÉRENCES SONT-ELLES SUSCEPTIBLES  
D'ÉVOLUER ?*

Il est encore trop tôt pour indiquer précisément dans quelle mesure les mécanismes de transmission de la politique monétaire unique diffèrent entre les pays de la zone euro. Néanmoins, on dispose d'études économétriques assez nombreuses sur les mécanismes de transmission dans les principales économies de la zone<sup>24</sup> ; en outre, des données sur les structures financières des différents pays fournissent des indications utiles sur l'importance probable des canaux de transmission dans ces pays et leur évolution possible. Dans l'ensemble, on ne peut pas conclure à des asymétries significatives entre pays du mécanisme de transmission de la politique monétaire unique et on peut s'attendre à ce que les disparités existantes s'amenuisent avec le temps.

*Les études économétriques*

Les travaux économétriques sur les différences entre pays des mécanismes de transmission ont été réalisés avant, ou sur des données antérieures à la création de la zone euro. De ce fait, ils encourent une double critique<sup>25</sup>. La première est que la création de l'euro a pu



s'accompagner de changements de comportement des agents ; toutefois, de tels changements, lorsqu'ils ont lieu, se produisent en général graduellement. La deuxième critique, sans doute mieux fondée, est que l'environnement dans lequel la politique monétaire est conduite se trouve modifié, du fait notamment de la disparition des crises de change et de l'identité des niveaux et variations des taux d'intérêt, au moins ceux à court terme.

Les travaux les plus récents ont été menés en 2001 au sein d'un groupe de travail réunissant les banques centrales de l'Eurosystème. Celles-ci ont utilisé leurs modèles macroéconomiques pour simuler les conséquences d'une hausse de 100 points de base pendant deux ans du taux d'intérêt à court terme, sous des hypothèses communes de réactions du taux de change et des taux d'intérêt à long terme de l'euro (respectivement parité de taux d'intérêt non couverte et théorie des anticipations) et en tenant compte des « effets de bouclage »<sup>26</sup>.

Les principaux résultats de cette simulation sont résumés dans le tableau n°2 en termes de déviations cumulées par rapport au compte de base. Il en ressort, comme lors de l'expérience similaire conduite 6 ans plus tôt par la Banque des règlements internationaux (BRI)<sup>27</sup> - avec néanmoins un groupe restreint de pays et des hypothèses légèrement moins homogènes -, que l'impact de la politique monétaire sur l'activité et les prix, globalement faible, est un peu plus fort et plus rapide dans les pays du Sud (parmi les autres pays, l'Allemagne se distingue par un effet assez marqué de la politique monétaire sur les prix, en raison de l'inclusion dans le modèle de la Bundesbank d'un « canal monétaire » que l'on ne trouve pas dans les autres modèles).

Malgré leur intérêt, ces résultats présentent plusieurs inconvénients : ils peuvent refléter des choix de modélisation différents (ce dernier aspect peut néanmoins être justifié par la connaissance que les experts des banques centrales ont de l'économie de leur pays) ; ils ne sont pas assortis d'intervalle de confiance ; surtout, ils sont obtenus en utilisant des modèles dont la vocation première n'est en général pas de servir à des exercices de simulation mais plutôt à la réalisation de projections.

De fait, les résultats sont un peu plus homogènes en utilisant de petits modèles structurels<sup>28</sup>, dont l'avantage par rapport aux grands modèles macroéconométriques est qu'ils peuvent être estimés de manière simultanée et non équation par équation, ou des modèles VAR structurels<sup>29</sup>, peu affectés par des choix théoriques mais sensibles à un certain nombre de facteurs (méthode d'identification, sélection des variables incluses, nombre de retards, période d'estimation...). Ces derniers font assez souvent apparaître une influence de la politique monétaire plus importante en Allemagne que dans les autres pays (voir tableau n°3).<sup>30</sup>

**Tableau n°2**  
**Impact sur le PIB réel et le déflateur**  
**de la consommation d'un choc de politique monétaire**  
 (en pourcentage)

		Année 1	Année 2	Année 5
Belgique	PIB	- 0.15	- 0.20	- 0.03
	Prix	- 0.10	- 0.18	- 0.12
Allemagne	PIB	- 0.28	- 0.33	0.26
	Prix	- 0.05	- 0.19	- 0.56
Grèce	PIB	- 0.41	- 0.78	- 0.74
	Prix	- 0.16	- 0.24	- 0.38
Espagne	PIB	- 0.12	- 0.43	- 0.39
	Prix	- 0.04	- 0.25	- 0.86
France	PIB	- 0.15	- 0.28	- 0.08
	Prix	- 0.07	- 0.10	- 0.16
Irlande	PIB	- 0.25	- 0.48	- 0.32
	Prix	- 0.09	- 0.15	- 0.22
Italie	PIB	- 0.26	- 0.60	0.05
	Prix	- 0.15	- 0.33	- 0.37
Luxembourg	PIB	- 0.17	- 0.25	- 0.15
	Prix	- 0.02	- 0.05	- 0.13
Pays-Bas	PIB	- 0.20	- 0.27	- 0.16
	Prix	- 0.12	- 0.20	- 0.38
Autriche	PIB	- 0.25	- 0.47	- 0.32
	Prix	- 0.10	- 0.14	- 0.12
Portugal	PIB	- 0.12	- 0.56	- 0.61
	Prix	- 0.07	- 0.22	- 0.35
Finlande	PIB	- 0.34	- 0.24	- 0.25
	Prix	- 0.53	- 0.50	- 0.08
Zone euro	PIB	- 0.22	- 0.38	- 0.02
	Prix	- 0.12	- 0.23	0.01

Source : Van Els et al. (2001)

**Tableau n°3**  
**Impact sur le PIB réel, après 5 à 8 trimestres, d'un choc de**  
**politique monétaire\* dans différents modèles VAR structurels**  
 (en pourcentage)

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Pays-Bas
Barran, Coudert et Mojon (1996)	- 0.4	- 0.6	- 0.3	- 0.4	- 0.3
Ehrmann (1998)	- 0.4	- 0.6	- 0.1	- 0.2	0.0
Gerlach et Smets (1995)	- 0.2	- 0.3	- 0.2	- 0.6	
Ramaswany et Sloek (1997)	- 0.4	- 0.6	- 0.5	- 0.5	- 0.3

\* hausse de taux d'intérêt d'un écart-type pendant au moins deux ans



Dans les deux types de modélisation dont les résultats sont reportés dans le tableau ci-dessus, la réponse du taux de change n'était pas commune, ce qui limite la portée des enseignements qu'il est possible d'en tirer en union monétaire. En outre, dans le cas des VAR structurels, il est permis de se demander si l'homogénéité des résultats par pays ne provient pas en partie d'un *artefact*, à savoir l'imposition d'une modélisation identique.

### *Les structures financières*

Compte tenu du rôle du système bancaire dans la transmission des impulsions de politique monétaire et dans le financement des économies de la zone euro, il faut examiner l'hétérogénéité des marchés bancaires nationaux (voir tableau n°4). Une indication, importante pour le canal des taux d'intérêt, en est fournie par l'intensité de la répercussion des modifications de taux du marché monétaire dans les conditions bancaires de détail. Il apparaît des asymétries assez importantes : au cours de la période 1988-1998, l'impact moyen d'une variation du taux de l'argent au jour le jour sur le taux des crédits à court terme s'élevait entre 0,50 en Italie et 0,96 en Belgique ou 0,99 aux Pays-Bas<sup>31</sup>. Néanmoins, avec la diminution de la volatilité des taux du marché monétaire, par rapport à ceux des monnaies fondatrices, et l'accroissement de la concurrence bancaire dans la zone euro, ces asymétries devaient diminuer. S'agissant du canal du crédit, l'hétérogénéité des marchés bancaires pourrait conduire à ce qu'il soit plus influent dans certains pays<sup>32</sup>. Ce pourrait ainsi être le cas en Allemagne en raison du poids important du secteur bancaire, notamment des petits établissements, ainsi que de ratios de capital et de retour sur actifs relativement faibles. Il apparaît néanmoins que la contraction des crédits en réponse à une augmentation donnée des taux d'intérêt serait plus forte en France et en Espagne qu'en Allemagne et en Italie, ce qui pourrait correspondre à une plus grande étroitesse des relations de clientèle entre banques et entreprises dans ces deux derniers pays<sup>33</sup> ainsi peut-être qu'à une plus grande liquidité des banques allemandes. En tout état de cause, le développement des marchés financiers de l'euro pourrait affaiblir les effets du canal du crédit à l'avenir.

Par ailleurs, une comparaison des bilans financiers des ménages ne permet pas de conjecturer de fortes divergences entre pays des effets de revenu ou de richesse (voir tableau n°5). En particulier, les ménages italiens ont eu tendance, au cours des années récentes, à s'endetter davantage à long terme et à réduire leur détention de titres à court terme, la structure de leurs portefeuilles se rapprochant ainsi de celle observée dans les autres pays de la zone euro.

**Tableau n°4**  
**Structures bancaires dans la zone euro (1997/1998)**

	Zone euro	France	Allemagne	Italie	Espagne
Nombre de banques (par millions d'habitants)	27	22	42	16	8
Part de marché des cinq plus grandes banques	20.6	32.6	31.5	30.1	38.0
Ratio de liquidité	17.1	20.1	23.6	15.3	20.6
Ratio de capital	5.1	4.0	3.9	6.2	8.6
Retour sur actifs (en pourcentage)	1.2	0.7	1.5	1.8	1.0

Source : Angeloni (2001)

**Tableau n°5**  
**Éléments des bilans financiers des ménages**  
 (en pourcentage du PIB, 1997/1998)

	France	Allemagne	Italie	Espagne
<b>Actifs</b>				
- Dépôts à vue	20	13	30	9
- Autres dépôts	48	36	11	56
- Titres à court terme	3	0	5	5
- Obligations	10	26	39	16
- Actions	20	15	67	67
<b>Passifs</b>				
- Crédits à court terme	2	2	4	
- Crédits à long terme	31	52	14	41

Source : Mojon (2000)

Enfin, s'agissant des entreprises, une étude sur données d'entreprises des quatre principales économies de la zone euro (France, Allemagne, Italie et Espagne) couvrant la période 1985-1999 a mis en évidence une influence des variations du coût d'usage du capital sur l'investissement des entreprises, et donc un canal des taux d'intérêt, dans chacun de ces pays<sup>34</sup>. Un canal large du crédit semble néanmoins également fonctionner puisque l'investissement des entreprises apparaît également sensible, d'après la même étude, aux niveaux des ventes et des *cash flows* (sauf en Italie, il ne ressort certes pas de différences significatives entre petites et grandes entreprises mais, selon les auteurs, cela pourrait refléter le fait que la taille n'est pas le bon indicateur de l'existence d'un canal large du crédit dans tous les pays qu'ils étudient).



En résumé, si les différents pays de la zone euro présentent encore des spécificités notables de leurs structures financières, cela ne semble pas entraîner de différences importantes dans l'impact de la politique monétaire sur l'activité et les prix. Cependant, l'achèvement du processus d'intégration des marchés de capitaux présente un enjeu qui conditionne pour une large part les progrès de l'homogénéité des canaux de transmission de la politique monétaire unique<sup>35</sup>.

*QUEL EST LE RÔLE DU TAUX DE CHANGE DE L'EURO ?  
EST-IL DIFFÉRENT DU POINT DE VUE DES ÉCONOMIES  
DE LA ZONE ?*

Il est souvent avancé que le passage à l'Union monétaire, le 1<sup>er</sup> janvier 1999, a entraîné un changement radical du statut du taux de change vis-à-vis des devises tierces.

En effet, si l'on retire les biens et services « intra-zone » recensés en balance des paiements, le taux d'ouverture de la zone euro, comparé à celui de la zone virtuelle qui préexistait avant 1999, est revenu de 25 % environ à 19,3 %. Cette réduction apparaît encore plus forte dans le cas des principaux États membres. Ainsi après consolidation des échanges intra-zone, le taux d'ouverture de l'Allemagne est passé de 35,6 % à 19,3 %, celui de la France de 28,3 % à 14,1 %, celui des Pays-Bas de 67 % à 37,5 %<sup>36</sup>... Ces indications suggèrent :

(1) qu'à l'image d'autres zones économiques et monétaires, la zone euro est assez peu sensible aux fluctuations de la conjoncture internationale et pourrait donc pratiquer une sorte de « *begnin-neglect* » dans ses relations de change avec les principales monnaies ;

(2) que des disparités significatives ou des différences subsistent entre États-membres, ce qui est susceptible de compliquer l'élaboration et la mise en œuvre de la politique de change de l'euro.

Revenons sur ces deux points :

(1) En premier lieu, le diagnostic d'un changement radical de la nature des relations extérieures - et donc du statut du taux de change - en raison du passage à l'Union monétaire ne paraît pas établi ;

- Du strict point de vue des relations avec les devises tierces (et notamment le dollar et le yen) l'entrée en Union monétaire n'a évidemment rien modifié. L'essor du rôle international de l'euro devrait certes conduire à une hausse de la part du commerce extérieur libellé en euro, au détriment du dollar, notamment, mais certainement pas à court terme.

- Du fait de leur participation au mécanisme de change européen, la plupart des pays aujourd'hui membres de la zone euro avaient déjà renoncé *de facto* à utiliser le taux de change comme un instrument de



réglage macroéconomique. En dehors des cas de l'Irlande et de la Grèce, qui a rejoint l'UEM après 1999, les derniers ajustements significatifs de parité remontent d'ailleurs à la crise du SME de 1992-1993 et ils n'ont concerné que l'Italie, l'Espagne et le Portugal.

- Si le taux d'ouverture de la zone euro est effectivement inférieur à celui de l'ensemble formé de ses économies constituantes avant 1999, il n'en reste pas moins, à près de 20 %, très supérieur à celui des États-Unis (11,7 %) ou du Japon (10,4 %). La zone euro peut ainsi être considérée comme l'économie la plus ouverte du G3, donc aussi *a priori* celle qui est la plus incitée à contrôler l'évolution de son taux de change. Ces comparaisons nécessitent d'ailleurs quelques précautions. F. Bergsten a par exemple souligné dans un article bien antérieur à l'Union monétaire que la situation respective des grandes zones pourrait évoluer rapidement à cet égard : le taux d'ouverture de l'Union européenne était ainsi de 27,4 % en 1984<sup>37</sup>. En outre, la prise en compte d'indicateurs tirés du compte financier - et pas seulement du compte courant - conduirait à relever encore le taux d'ouverture de l'UE, où la part relative des dettes et actifs internationaux est sensiblement plus importante qu'aux États-Unis et même au Japon.

- On sait que le taux de change n'est pas défini comme un objectif *per se* par les autorités de la zone euro. Mais le Traité (art 111) stipule que le Conseil Ecofin peut « définir les orientations générales pour la politique de change » seulement dans des circonstances exceptionnelles (comme par exemple désalignements indiscutables des parités). Par ailleurs, si le taux de change n'est pas un objectif de la politique monétaire du SEBC, il est toutefois un élément important du « deuxième pilier » et le Traité précise que son évolution doit rester compatible avec l'objectif principal de stabilité des prix.

- Enfin l'euro est désormais la monnaie d'ancrage d'un nombre croissant de pays (PECOs, pays de la zone franc...) et sert aussi de référence hors de sa zone « naturelle » d'influence. C'est aussi une raison qui explique que les responsables de la zone euro restent attachés à une conception traditionnellement ou « culturellement » plus proche de la stabilité des changes que celle qui prédomine dans les pays anglo-saxons, par exemple<sup>38</sup>.

On peut donc identifier d'assez nombreuses raisons qui expliquent que le passage en Union monétaire n'a pas radicalement changé l'importance du taux de change par rapport à la situation qui prévalait pour les États membres participant au SME : le rôle des monnaies tierces n'a pas changé ; la politique de change n'était déjà plus un instrument d'ajustement dans le cadre du SME ; le taux d'ouverture de la zone euro reste très supérieur à celui des autres grandes zones économiques et monétaires et le taux de change demeure enfin pour les autorités de la



zone euro une variable dont on ne peut se désintéresser, tant du point de vue de l'objectif de stabilité des prix qu'en raison du rôle d'ancrage et de référence que joue désormais l'euro au plan international.

(2) En second lieu, les premières années de fonctionnement de l'UEM n'ont pas fait ressortir de divergences notables dans les analyses ou les prises de position au sein de la zone euro sur la politique de change. On peut l'expliquer à la fois par des raisons conjoncturelles et pour des raisons plus fondamentales :

- même dans les économies les plus ouvertes de la zone euro, le diagnostic élaboré par les responsables économiques et monétaires d'une claire sous-évaluation de l'euro par rapport au dollar n'a pas été contesté ; il semble bien, en effet, que les risques inflationnistes liés à cette sous-évaluation (particulièrement dans le contexte de hausse des prix du pétrole à partir de 1999) et donc le danger d'une perte de compétitivité (dont l'effet en UEM est équivalente à une appréciation du taux de change réel par rapport aux autres économies de la zone) ont été parfaitement perçus, d'autant qu'ils légitimaient la politique monétaire moins accommodante conduite par la BCE à partir de la fin 1999 ;

- il semble enfin que les responsables de la zone euro restent très influencés par la « culture » du SME, dont l'appartenance a d'ailleurs eu un effet stabilisant pour ses participants<sup>39</sup>, et qui s'oppose autant à « l'activisme » en matière de politique de change qu'à un *benign neglect* plus compatible avec un régime de pure flexibilité. Cette attitude en fin de compte très consensuelle des responsables européens - économiques et monétaires - privilégie une politique orientée vers la stabilité du taux de change réel à moyen et long terme, dans une double optique : éviter les effets de *spill-over* liés à une forte instabilité des prix externes sur la stabilité des prix internes et par là même garantir une compétitivité durable des secteurs exposés.

## NOTES

1. « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, 51(4), novembre 1961, p.509-517.

2. « Great Expectations for the Euro », *Wall Street Journal*, 24 novembre 1998.

3. Voir l'article « Les écarts d'inflation dans une union monétaire » et l'encadré « Les écarts d'inflation au sein de la zone euro » parus dans le *Bulletin mensuel* de la BCE (respectivement en octobre 1999, p. 37-47, et en décembre 2000, p. 32-34).

4. Voir l'article du *Bulletin mensuel* de la BCE d'octobre 1999 cité en note 1 de bas de page et Cecchetti S.G., Mark N.C. et Sonora R.J., « Price level convergence among United States cities : Lessons for the European Central Bank », *NBER Working Paper*, 7681, mai 2000.



5. Balassa B., « The purchasing power parity : A reappraisal », *The Journal of Political Economy*, 72, p. 584-596, décembre 1964 ; Samuelson P., « Theoretical notes on trade problems », *Review of Economics and Statistics*, 46, mai 1964, p. 145-154.
6. Voir notamment Alberola-Ila E. et Tyrväinen T., « Is there scope for inflation differentials in EMU ? », Banco de España, *Documentos de Trabajo*, 9823, 1998 ; Canzoneri M., Diba B. et Eudey G., « Trends in European productivity and real exchange rates : Implications for the Maastricht convergence criteria and for inflation targets after EMU », *CEPR Discussion Paper*, 1417, 1996 ; Sinn H.-W. et Reutter M., « The minimum inflation rate for Euroland », *NBER Working Paper*, 8085, janvier 2001.
7. Calculs effectués sur la base des données fournies dans Kurtz E. et Yanitch J.-P., « Situation économique et aspects structurels des Peco, candidats à l'adhésion à l'Union européenne », *Bulletin de la Banque de France*, 88, p. 73-88, avril 2001. Sur la même base, les pourcentages sont respectivement de 44 % et 17 % pour les Peco les plus avancés (Estonie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Slovaquie) et de 27 % et 11 % pour les Peco les moins avancés (Bulgarie, Lettonie, Lituanie, Roumanie, Slovaquie). Par ailleurs, Eurostat évalue la productivité du travail et les niveaux de rémunération à légèrement plus de 40 % de la moyenne de l'Union Européenne dans l'ensemble des pays candidats (Peco, Chypre, Malte, Turquie).
8. Alesina A., Blanchard O., Galí J., Giavazzi F. et Uhlig H., *Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area - Monitoring the European Central Bank* 3, CEPR, Londres, 2001.
9. Voir par exemple Scarpetta S., « Le rôle des politiques du marché du travail et des dispositions institutionnelles concernant le chômage : une comparaison internationale », *Revue économique de l'OCDE*, 26, 1996/1, p. 53-113, qui met en cause la relation « en forme de U » évoquée par L. Calmfors et J. Driffill (« Bargaining Structure, Corporatism and Economic Performance », *Economic Policy*, avril 1988, p. 14-61) entre décentralisation et emploi et fait apparaître un lien entre la première et l'inégalité des revenus.
10. Ce point a pu être contesté au motif que l'entrée dans un marché unique, *a fortiori* en union monétaire, poussait les économies à se spécialiser (Krugman P., *Economy Geography and International Trade*, Cambridge, MIT Press, 1991). Mais cela n'est pas confirmé par les faits : ainsi l'intégration de l'Espagne dans l'UE est allée de pair avec une diversification accrue de son industrie (voir Chamie H., de Serres A., Laborde R., « Optimum Currency Areas and Shock Asymmetry », Banque du Canada, *Documents de travail*, 94.1.
11. Voir par exemple Eichengreen B. et Wyplosz C., « The Stability Pact : More than a minor nuisance ? », *Economic Policy*, 26, avril 1998, p. 67-104.
12. Dans la théorie de l'équivalence ricardienne, les agents économiques épargnent davantage lorsqu'ils anticipent une hausse de la fiscalité liée à la hausse présente de la dette publique. Les expériences encore récentes de certains pays (Danemark, Irlande, Suède...) illustrent bien cette théorie ; dans ces pays, où la situation initiale était très dégradée et où des plans de réduction drastique des déficits ont été opérés prioritairement *via* une baisse des dépenses, la politique de consolidation a pu être menée sans « sacrifice » de croissance et même plutôt en la stimulant (conformément aux thèmes développés, par exemple par A. Alesina et R. Perroti).
13. Buti M. et Ongena H. « Fiscal Discipline and Flexibility in EMU, the Implementation of the Stability and Growth Pact », *Oxford Review of Economic Policy*, automne 1998.
14. Public Finances in EMU-2001. *European Economy*, 3, 2001.
15. Voir Pisani-Ferry J. « The EMU's economic policy principles : Words and facts », contribution à l'atelier « The Functioning of EMU : Challenges of the Early Years », Bruxelles, mars 2001.
16. Les *spreads* entre dettes souveraines n'excèdent pas 40 points de base, malgré la règle de « non-renflouement » du Traité qui proscriit toute solidarité communautaire en matière de finances publiques (voir l'article de Patrick Artus dans ce numéro).
17. Pour ce qui concerne la politique de change, vis-à-vis des monnaies tierces, l'article 109 définit des modalités de définition et de mise en œuvre (voir question 6). On peut observer que la politique de change de l'euro n'a pas suscité d'interventions divergentes de la part des principaux responsables de la zone euro, alors que l'évolution des taux de change aurait pu susciter des réactions contradictoires.
18. Moec G., « Le relâchement de la discipline budgétaire en Europe : quelle crédibilité pour le pacte de stabilité et de croissance ? » *Revue Française des Finances Publiques*, à paraître.
19. Collignon S., « Economic Policy Coordination in EMU : Institutional and Political Requirements », London School of Economics, mai 2000. La thèse de l'auteur est que la coordination intergouvernementale ne peut que buter sur un problème de déficit démocratique, car, sauf à bénéficier d'un mandat très large,



QUELQUES QUESTIONS SUR LA CONDUITE D'UNE POLITIQUE MONÉTAIRE UNIQUE  
DANS UNE ZONE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE EN VOIE D'INTÉGRATION

les gouvernements n'ont que des marges de négociations très réduites et ne peuvent donc pratiquement rien échanger sans sortir du champ de leur mandat et donc sans mise en cause des intérêts nationaux nécessitant un *feed back* - dans les faits impossible en temps réel - avec les parlements nationaux.

20. Voir sur ce point les propositions faites par le Commissaire Solbès et le Président de l'Ecofin, D. Reynders, qui n'ont reçu qu'un accueil réservé, voire hostile, de la part des États membres.

21. Artus P., « Quand une Union Monétaire est-elle solide ? De Mundell à Maastricht et la zone euro », *Flash CDC IXIS*, numéro 226, 2001.

22. Jacquet P. et Pisani-Ferry J. (CAE) « La coordination des politiques économiques dans la zone euro : bilan et propositions », *Conseil d'Analyse Économique*, La documentation française, septembre 2000.

23. Thygesen N., « Macroeconomic Policies and the Case for Policy Coordination in the Euro Area ». Rapport pour le Comité Économique et Monétaire du Parlement Européen, décembre 2001.

24. Pour une revue de ces travaux, voir Guiso L., Kashyap A.K., Panetta F. et Terlizzese D., « Will a Common European Monetary Policy Have Asymmetric Effects? », Banca d'Italia, *Temi di discussione*, 384, octobre 2000.

25. Voir par exemple Dornbusch R., Favero C.A. et Giavazzi F., « A Red Letter Day? », *CEPR Discussion Paper*, 1804, février 1998.

26. Van Els P., Locarno A., Morgan J. et Villetelle J.-P., « Monetary policy transmission in the euro area : What do aggregate and national structural models tell us? », *ECB Working Paper*, 94, décembre 2001.

27. *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, Banque des Règlements Internationaux, Bâle, mars 1995.

28. Britton E. et Withley J., « Comparing the Monetary Transmission Mechanism in France, Germany and the United Kingdom : Some Issues and Results », Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 37 (2), mai 1997, p. 152-162.

29. Barran F., Coudert V. et Mojon B., « The transmission of monetary policy in the European countries », *CEPR Working Paper*, 96-03, février 1996 ; Ehrmann M., « Will EMU generate asymmetry ? Comparing monetary policy transmission across European countries », *Mimeo*, document présenté à la conférence « Monetary Policy of the ESCB : Strategic and Implementation Issues », Université Bocconi, Milan, juillet 1998 ; Gerlach S. et Smets F., « The monetary transmission mechanism : Evidence from the G-7 countries », *BIS Working Paper*, 26, avril 1995 ; Ramaswamy R. et Sloek T., « The Real Effects of Monetary Policy in the European Union : What Are the Differences? », *IMF Working Papers*, WP/97/160, décembre 1997.

30. Dans une étude récente (« Monetary Policy Under EMU : Differences in the Transmission Mechanism? », *IMF Working Papers*, WP/01/102, août 2001), B. Clements, Z.G. Kontolemis et J. Levy, utilisant une méthodologie de type VAR et fixant les parités intra-zone, font néanmoins apparaître la France comme le pays de la zone euro où la politique monétaire a l'impact le plus fort sur le PIB réel. Mais la portée de ce résultat est peut-être limitée par le fait que les auteurs substituent à la fonction de réaction de chaque banque centrale nationale celle de la Bundesbank comme approximation de celle de la BCE, alors que la période d'estimation (1983-1998) est fortement influencée par le processus de convergence et par la réunification allemande et que la BCE n'aurait de raison claire de se comporter comme le faisait la Bundesbank que si le mécanisme de transmission de la politique monétaire unique dans la zone euro était, en moyenne, le même que celui entre la politique monétaire de la Bundesbank et l'économie allemande, ce que les auteurs ne démontrent pas.

31. Mojon B., « Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy », *ECB Working Paper*, 40, novembre 2000.

32. Angeloni I., contribution à la conférence « The ECB and its Watchers III » organisée par le Center for Financial Studies (CFS), « Panel II : Monetary Transmission and EMU - Issues for discussion », Francfort, 18 juin 2001.

33. Ehrmann M., Gambacorta L., Martínez-Pagés J., Sevestre P. et Worms A., « Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area », *ECB Working Paper*, 105, décembre 2001.

34. Chatelain J.B., Generale A., Hernando I., Von Kalckreuth U. et Vermeulen P., « Firm investment and monetary transmission in the euro area », *ECB Working Paper*, 112, décembre 2001. À noter que l'utilisation de données microéconomiques permet de réduire les problèmes de simultanéité qui pourraient biaiser les résultats et d'analyser les différences de comportements en tirant parti des disparités entre secteurs ou catégories d'entreprises.



35. Mihov I., « Monetary policy implementation and transmission in the European Monetary Union », *Economic Policy*, 33, octobre 2001, p. 371-406.

36. Les chiffres comportent encore une part d'approximation et ne peuvent être calculés pour l'ensemble des pays de la zone en raison des difficultés stratégiques liées à la consolidation des balances de paiements intra-zone, qui fait encore ressortir d'importantes asymétries.

37. Bergsten C.F., « The impact of the Euro on exchange rates and international policy cooperation », papier présenté à la conférence du FMI sur « L'UEM et le Système Monétaire International », Washington DC, mars 1997.

38. Voir l'article de Jean-Pierre Patat sur « Le rôle international de l'euro » dans ce numéro.

39. On rejoint ici les conclusions de certaines études qui relèvent que les conflits entre pays membres ou entre ces derniers et les autorités communautaires au sujet de la politique des changes sont devenus moins probables du fait que l'insertion dans une zone élargie, diminue l'incitation à recourir au taux de change.

