

PARLEMENT EUROPEEN



Direction générale des études

DOCUMENT DE TRAVAIL

**AJUSTEMENT
AUX CHOCS ASYMÉTRIQUES**

Série Affaires Économiques

ECON 104 FR

Cette brochure est publiée en
anglais (original), français et allemand.

Une liste des publications les plus récentes dans la série "affaires économiques" se trouve à la fin de ce document.

ÉDITEUR: Parlement européen
L-2929 Luxembourg

AUTEURS: Ben Patterson et Simona Amati

RESPONSABLE: Ben Patterson
Direction Générale des Études
Division des Affaires Économiques, Budgétaires et Monétaires
Tél.: (00352)4300-24114
Fax: (00352)4300-27721
E-Mail: gpatterson@europarl.eu.int

Les opinions exprimées dans ce document de travail sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement la position du Parlement européen.

La reproduction et la traduction à des fins non commerciales sont autorisées à condition que la source soit reconnue et que l'éditeur soit préalablement informé et reçoive une copie du document.

Manuscrit achevé en septembre 1998.

PARLEMENT EUROPEEN



Direction générale des études

DOCUMENT DE TRAVAIL

**AJUSTEMENT
AUX CHOCS ASYMÉTRIQUES**

*Série Affaires Économiques
ECON 104 FR
03-2001*

Table de Matières

RESUME/CONCLUSIONS	1
L'UEM RENDRA-T-ELLE L'UE PLUS OU MOINS VULNERABLE AUX CHOCS EXTERNES?.....	1
LES CHOCS QUE L'UEM EST SUSCEPTIBLE DE SUBIR SERONT-ILS SYMETRIQUES OU ASYMETRIQUES?.....	1
QUELLES SONT LES CAUSES PRINCIPALES DE L'ASYMETRIE?	1
LES MODIFICATIONS DES STRUCTURES FINANCIERES SE TRADUIRONT-ELLES PAR UNE POLITIQUE MONETAIRE PORTEUSE D'EFFETS ASYMETRIQUES?.....	2
QUELLE EST LA FLEXIBILITE DES SALAIRES REELS ET DES NIVEAUX DES PRIX DANS L'UE?.....	2
QUELLE EST LA MOBILITE DES TRAVAILLEURS DANS L'UE?.....	2
QUELLE EST LA MOBILITE DU CAPITAL DANS L'UE?.....	3
LE MARCHÉ DU TRAVAIL DE L'UE EST-IL SUFFISAMMENT FLEXIBLE?	3
L'UE DISPOSE-T-ELLE D'UN MECANISME PERMETTANT DES ADAPTATIONS FISCALES AUTONOMES?	4
L'UE DISPOSE-T-ELLE DE MECANISMES PERMETTANT DES ADAPTATIONS DISCRETIONNAIRES?	4
INTRODUCTION.....	7
I. LES ZONES MONÉTAIRES OPTIMALES.....	9
CHOCS MACROECONOMIQUES	9
<i>Chocs temporaires et chocs permanents</i>	10
ENCADRE NR. 1: LA THEORIE DES ZONES MONETAIRES OPTIMALES SELON MUNDELL	11
<i>Chocs spécifiques au pays et chocs spécifiques au secteur</i>	13
<i>Chocs réels et chocs financiers</i>	13
<i>Chocs exogènes et chocs induits par la politique</i>	13
L'ASYMETRIE.....	14
<i>Asymétrie conjoncturelle et asymétrie structurelle</i>	15
<i>La "critique de Lucas"</i>	16
<i>Mesurer l'asymétrie</i>	17
II. LES MECANISMES D'AJUSTEMENT	19
LES MECANISMES DU MARCHÉ	19
<i>Flexibilité des salaires et des prix</i>	19
<i>Mobilité de la main-d'oeuvre</i>	20
<i>Mobilité des capitaux</i>	22
<i>Flexibilité du marché du travail et impact des nouvelles technologies</i>	24
LES MECANISMES INSTITUTIONNELS	25
<i>Transferts automatiques: le "fédéralisme budgétaire"</i>	26
<i>Transferts volontaires</i>	27
III. LES FAIBLESSES DE LA THEORIE DES ZMO	29
LES TAUX DE CHANGE	29
AUTRES REGIMES DE TAUX DE CHANGE: LEÇONS TIREES D'EXPERIENCES RECENTES.....	31
ENCADRE NR. 2: LA VOLATILITE DES TAUX DE CHANGE REDUIT-ELLE LES ECHANGES COMMERCIAUX?.....	32
<i>Vulnérabilité extérieure</i>	35
<i>Taux de change fixes ou monnaie unique?</i>	35
<i>Convergence, divergence et diversification</i>	36
ENCADRE NR. 3: CONVERGENCE OU DIVERGENCE? L'ANALYSE DE P. KRUGMAN.....	40
<i>Optimalité ou viabilité</i>	41
IV. L'UEM EST-ELLE VIABLE?	43
<i>Cycles économiques et mécanismes de transmission</i>	44
<i>Taux d'intérêt, prix des actifs et inflation</i>	45
<i>La controverse sur les "deux vitesses" et la convergence réelle</i>	47
<i>Disparités nationales et régionales</i>	48
<i>Disparités entre régions</i>	49
V. LES MESURES NÉCESSAIRES	51
<i>Le fédéralisme budgétaire est-il nécessaire?</i>	51
<i>Politiques budgétaires nationales</i>	52

<i>Le pacte de stabilité et de croissance</i>	53
<i>Mécanismes de cohésion</i>	53
<i>Les fonds structurels</i>	53
<i>Le Fonds de cohésion</i>	55
<i>L'impact de l'élargissement</i>	56
<i>Instruments d'emprunt et de prêt</i>	57
<i>Une "dette fédérale"?</i>	57
<i>Aides nationales</i>	59
LE RÔLE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE	61
AMÉLIORER LES MARCHÉS	62
<i>Mobilité de la main-d'oeuvre et flexibilité des marchés du travail</i>	62
<i>Mobilité des capitaux</i>	62
BIBLIOGRAPHIE	65
PUBLICATIONS RECENTES DANS LA SÉRIE AFFAIRES ÉCONOMIQUES	71

Graphiques et Tableaux

GRAPHIQUE 1 : CHOCS EXOGENES SPECIFIQUES	11
GRAPHIQUE 2 : EMIGRATION DE LA MAIN-D'OEUVRE.....	12
TABLEAU 1 : EMPLOIS DANS L'AGRICULTURE EN % DU TOTAL (UE 12).....	39
TABLEAU 2 : EMPLOIS DANS L'INDUSTRIE EN % DU TOTAL (UE 12).....	39
TABLEAU 3 : EMPLOIS DANS LES SERVICES EN % DU TOTAL (UE 12).....	39
GRAPHIQUE 3 : AVANTAGE GEOGRAPHIQUE DU PAYS P	40
GRAPHIQUE 4 : PIB RELATIF PAR HABITANT DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE, 1998.....	48
GRAPHIQUE 5 : TAUX DE CHOMAGE DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE (%), 1998.....	49
GRAPHIQUE 6 : DISPARITES REGIONALES EN MATIERE DE CHOMAGE AU SEIN DE L'UE, 1995...50	
GRAPHIQUE 7 : DEPENSES PUBLIQUES GENERALES EN % DU PIB, 1996	52
TABLEAU 4 : FONDS STRUCTURELS DE L'UE, BUDGET 1998	55
TABLEAU 5 : REPARTITION GEOGRAPHIQUE DES PRETS DE LA BEI EN 1997	58
TABLEAU 6 : MONTANT TOTAL DE L'AIDE D'ÉTAT DANS LES ÉTATS MEMBRES, 1994-96.....	60

Résumé/conclusions

L'UEM rendra-t-elle l'UE plus ou moins vulnérable aux chocs externes?

L'entrée en vigueur de l'union monétaire aura pour effet qu'une part de plus de 60% du commerce extérieur des États membres relèvera automatiquement du commerce intérieur. Par comparaison avec les pays individuels qui la composent, la zone euro deviendra ainsi une autarchie dont le commerce extérieur ne représentera plus qu'entre 10 et 15% du PIB (ce pourcentage dépendant surtout de la participation ou non de l'ensemble des 15 États membres). Nous pouvons en déduire que:

- la zone euro sera moins vulnérable aux chocs externes que les pays de l'UE considérés séparément. Cette vulnérabilité sera comparable à celle des États-Unis;
- l'importance relativement faible du commerce extérieur permettra l'adoption d'une politique d'"aimable indifférence" à l'égard de la valeur externe de l'euro, une politique semblable à celle que pratiquent depuis quelques années les États-Unis à l'égard du dollar.

Les chocs que l'UEM est susceptible de subir seront-ils symétriques ou asymétriques?

La plupart des recherches indiquent qu'un très petit nombre des chocs subis par les pays de l'UE sont *spécifiquement nationaux*, et même que les chocs asymétriques spécifiquement nationaux produisent souvent des résultats similaires. Certains de ces chocs sont spécifiques d'un secteur, sans conséquences particulières sur le taux de change ou la politique monétaire.

Toutefois, une forte proportion de chocs sont des chocs *régionaux asymétriques*, une situation qui dure déjà depuis un certain temps et devrait se poursuivre au sein de la zone euro. Nous pouvons en tirer les conclusions suivantes:

- la capacité de modifier les taux de change nationaux ou de mener une politique monétaire spécifiquement nationale pourrait ne pas être d'un grand secours pour affronter de tels chocs asymétriques; mais
- par contre, il reste à instaurer dans la zone euro des mécanismes permettant de gérer les conséquences des chocs asymétriques sur les revenus régionaux relatifs, l'emploi et la croissance.

Quelles sont les causes principales de l'asymétrie?

Tant au niveau national que régional, des différences structurelles variées sont à l'origine des effets asymétriques des chocs. S'y ajoutent des facteurs cycliques agissant au niveau national, même si leur importance relative ne fait pas l'unanimité. Un grand nombre des asymétries peuvent cependant être attribuées à des facteurs directement influencés ou contrôlés par des gouvernements et des systèmes politiques – les différences juridiques, le "cycle politique", les achats publics, les politiques fiscales, etc. – ainsi qu'à un manque de coordination internationale entre ces gouvernements et systèmes. Nous pouvons en tirer les conclusions suivantes:

- de nombreuses asymétries pourraient être supprimées par la coordination au sein de l'UEM des politiques économiques, par l'alignement des législations (par exemple, en matière de

services financiers ou de réglementation du travail) et par l'introduction même de l'union monétaire;

- d'autres asymétries pourraient être supprimées grâce au fait que des agents économiques privés changeront de comportement à la lumière des nouvelles conditions économiques, par exemple, l'attente de taux d'inflation bas.

Les modifications des structures financières se traduiront-elles par une politique monétaire porteuse d'effets asymétriques?

Des recherches en cours tendent à démontrer que les effets des modifications de taux d'intérêt sur la production varient d'un pays à l'autre, tant sur le plan du calendrier que de la portée des effets. Elles indiquent également que ces asymétries sont dues à des différences dans les systèmes financiers: le rôle des banques, l'étendue de la dette à la consommation, le fait que l'emprunt soit assorti d'un taux d'intérêt fixe ou variable, etc.

Tant la déréglementation nationale que la suppression des barrières au niveau de l'UE commencent cependant à se traduire par une convergence des systèmes. Le maintien du faible niveau d'inflation et l'entrée en vigueur même de l'union monétaire devraient accélérer ce processus de changement. Nous pouvons en tirer les conclusions suivantes:

- la capacité de la BCE à mener une politique monétaire unique dans l'ensemble de la zone euro dépendra fortement de ces changements; par exemple, la mesure dans laquelle le marché des obligations industrielles et les financements par actions se développent en tant qu'alternatives aux prêts bancaires;
- certains changements juridiques et fiscaux pourraient accélérer ce processus.

Quelle est la flexibilité des salaires réels et des niveaux des prix dans l'UE?

Des signes indiquent que les salaires et les prix réels ont été relativement peu flexibles à court et à moyen terme, tant entre les pays de l'UE qu'entre ses régions, en particulier lorsqu'il s'agissait d'une tendance à la baisse.

La flexibilité entre les régions a été moins grande qu'entre les pays, en partie parce que la capacité de dévaluation a masqué les diminutions des salaires réels, du moins tant qu'a duré l'"illusion monétaire", et en partie parce que l'existence de grandes disparités économiques entre différentes régions d'un même pays est devenue politiquement inacceptable, ce qui a entraîné la création de mécanismes permettant des transferts de revenus considérables (par exemple, des Länder allemands de l'Ouest vers ceux de l'Est). Nous pouvons en tirer la conclusion suivante:

- après l'entrée en vigueur de l'UEM, la flexibilité des salaires et des prix à court et à moyen terme pourrait devenir un mécanisme d'adaptation aux chocs asymétriques encore moins efficace qu'auparavant, d'autant plus que l'existence d'une monnaie unique facilitera les comparaisons directes entre les niveaux des prix et les taux des salaires régionaux.

Quelle est la mobilité des travailleurs dans l'UE?

Des comparaisons avec les États-Unis montrent que les travailleurs sont relativement peu mobiles en Europe. Il faut toutefois préciser que cette constatation s'applique presque autant entre les *régions d'un même État membre* qu'entre les *États membres*, ce qui montre que les

différences linguistiques, culturelles, juridiques et autres ne jouent qu'un rôle mineur dans cette situation. Une explication plus plausible serait que les coûts engendrés par les mouvements massifs de travailleurs en Europe l'emportent généralement sur les avantages de ces mouvements, tant pour les régions concernées par l'immigration nette et l'émigration nette, que pour les travailleurs eux-mêmes. Nous pouvons en tirer les conséquences suivantes:

- la mobilité des travailleurs pourrait être légèrement renforcée par la suppression des barrières artificielles créées par les différences des systèmes fiscaux et de sécurité sociale, les restrictions de résidence, les limitations fondées sur la nationalité appliquées pour le recrutement dans le secteur public, le manque de flexibilité du marché du logement, etc.
- Cependant, cette mobilité – géographique – des travailleurs ne constituera probablement pas un des mécanismes majeurs d'adaptation aux chocs asymétriques dans la zone euro.

Quelle est la mobilité du capital dans l'UE?

La mise en place des phases 1 et 2 de l'UEM et du programme Marché unique a entraîné la création d'un niveau élevé de mobilité du capital au sein de l'UE, même si certains obstacles subsistent. Les flux de capitaux ont à la fois un rôle à court terme de facilitation des ajustements des paiements temporaires entre les pays et les régions, et un rôle à plus long terme d'apport d'investissements dans des régions moins prospères. L'intégration des marchés des capitaux dans toute une zone monétaire constitue en outre une condition de la transmission uniforme de mesures de politique monétaire.

Les opinions divergent quant à savoir si ces effets positifs l'emporteront sur les conséquences négatives susceptibles d'apparaître, notamment la concentration des investissements dans des régions plus riches à des fins d'économies d'échelle. Il en va de même pour la suggestion selon laquelle la mobilité des capitaux et la libre circulation des marchandises auraient pour effet d'augmenter la spécialisation régionale et ainsi d'accroître la vulnérabilité aux chocs asymétriques. Des données empiriques récentes suggèrent que ce sont les facteurs positifs qui prévaudront, bien qu'il soit difficile de distinguer les effets de la mobilité des capitaux de ceux des incitations fiscales, des aides régionales, etc.

Nous pouvons en tirer les conclusions suivantes:

- il est possible de réduire encore la vulnérabilité de la zone euro aux chocs asymétriques en supprimant les obstacles qui subsistent à l'encontre de la mobilité des capitaux et des marchés de services financiers. Une telle mesure se traduirait à la fois par une amélioration des ajustements entre régions et une suppression des distorsions qui affectent les mécanismes de transmission des politiques monétaires;
- il faudrait poursuivre les efforts de mise en ordre des systèmes nationaux d'aides régionales et sectorielles, y compris les systèmes dont la mise en œuvre repose sur la fiscalité, afin de pouvoir identifier tout effet indésirable de la mobilité des capitaux dans la zone euro et d'y remédier d'une façon convenue (voir également la conclusion finale).

Le marché du travail de l'UE est-il suffisamment flexible?

Des évolutions telles que l'essor des technologies de l'information ont diminué l'importance de la *mobilité géographique* comparativement à la *mobilité professionnelle*.

Dans ce contexte, des comparaisons allant tant dans le sens de l'approbation que dans celui de la désapprobation ont été faites entre les marchés européens du travail, apparemment peu flexibles, et la culture du "droit de vie et de mort" que connaissent les États-Unis. Les critiques ont visé en particulier la législation sur le marché du travail, qui protège les titulaires d'un emploi au détriment des chômeurs, ainsi que les effets des systèmes fiscaux et sociaux sur les incitations à offrir et à accepter des emplois.

Néanmoins, des signes indiquent que "les marchés du travail de toute l'Europe sont beaucoup plus flexibles qu'il y a 10 ans, même si le continent reste à la traîne des États-Unis et du Royaume-Uni sur ce plan"¹

Une mobilité professionnelle élevée a également des implications importantes sur les systèmes d'enseignement et de formation professionnelle, un domaine auquel tous les États membres de l'UE ont consacré une attention croissante ces dernières années. Nous pouvons en tirer la conclusion suivante:

- les améliorations du marché du travail et des systèmes de formation requises pour pouvoir absorber les chocs asymétriques sont peut-être déjà en cours, mais d'autres mesures, notamment la diffusion de "bonnes pratiques" entre les pays, sont presque certainement nécessaires.

L'UE dispose-t-elle d'un mécanisme permettant des adaptations fiscales autonomes?

Étant donné que le budget de l'UE atteint à peine 1,5% de son PIB, comparativement à 33% pour le budget fédéral américain, nous ne pouvons à l'évidence répondre que par la négative à cette question. Aux États-Unis, l'existence d'une "pompe fiscale" se traduit par le fait que toute chute de revenu dans un certain État est compensée automatiquement, à concurrence de 40%, par une diminution des impôts fédéraux et une augmentation des subventions fédérales. D'un autre côté, comme les budgets nationaux dans l'UE représentent entre 43% (Royaume-Uni) et 66% (Suède) du PIB, ils permettent un degré élevé de redistribution fiscale parmi les régions de chaque État membre. Nous pouvons en tirer les conclusions suivantes:

- la nécessité d'instaurer davantage de "fédéralisme fiscal" dans le cadre de l'union monétaire est une question qui prête à débat. Étant donné que, pour les réponses aux chocs, l'asymétrie entre les régions d'un même État membre est plus accentuée qu'entre les États membres, une adaptation aux chocs opérée par des mécanismes fiscaux nationaux pourrait être suffisante.
- toutefois, des chocs spécifiquement nationaux sont encore possibles, qui pourraient nécessiter l'application d'un mécanisme au niveau de l'UE.
- En outre, les dispositions du pacte de stabilité et de croissance pourraient avoir pour effet de limiter le degré d'assurance interrégionale par l'intermédiaire des budgets nationaux.

L'UE dispose-t-elle de mécanismes permettant des adaptations discrétionnaires?

L'UE dispose d'un nombre considérable d'instruments financiers lui permettant de diriger des fonds vers des régions affectées de façon asymétrique par des chocs. Il s'agit notamment des

¹ Münchau W., "Europe's fragile recovery" ("La reprise précaire de l'Europe"), article paru dans le *Financial Times* du 29 juillet 1998.

instruments budgétaires, comme les Fonds structurels et de cohésion, et des instruments de prêt, comme la Banque européenne d'investissement et les fonds gérés par celle-ci.

Dans les deux cas, certaines possibilités demeurent inexploitées: on pourrait, par exemple, reformuler les dispositions du traité afin de prévoir une assistance mutuelle en cas de déséquilibre de la balance des paiements, ou utiliser la réputation de solvabilité de l'UE pour lever sur les marchés mondiaux des capitaux à des taux d'intérêt avantageux (cf. la proposition relative aux "obligations Delors").

Néanmoins, les 33 milliards d'écus disponibles au titre des Fonds structurels et de cohésion et les 27 milliards d'écus de la BEI et d'autres prêts sont des montants modestes comparativement au volume des aides régionales et industrielles offertes par les budgets nationaux, qui dépassent probablement les 100 milliards d'écus par an en paiements directs.

Il convient cependant d'établir une distinction entre le besoin de stabilisation rapide et à court terme en cas de choc asymétrique, les transferts de revenus visant à diminuer les coûts sociaux et autres des chocs, et les investissements à long terme destinés à réduire l'asymétrie, c.-à.-d. réduire la vulnérabilité aux chocs que connaissent certaines régions.

Ces considérations nous permettent de tirer les conclusions suivantes:

- tous les instruments d'adaptation, existants et futurs, devront être réexaminés à la lumière de l'UEM, en particulier dans le contexte des mécanismes de coordination des politiques économiques établis par le traité; en outre
- l'application de la politique de concurrence aux aides d'État doit pleinement s'accorder avec le rôle de réduction des asymétries potentielles joué par les dépenses publiques nationales.

Introduction

Depuis que la perspective d'une Union économique et monétaire (UEM) au sein de l'Union européenne se précise, certains prétendent qu'elle ne se fera pas - ou que, si elle se réalise, elle ne fonctionnera pas. Cette opinion est partagée par des hommes politiques et des journalistes de droite comme de gauche, mais également par d'éminents économistes.

Ce scepticisme est motivé par des raisons différentes selon leur source. Pour certains, il reflète la crainte de partager l'euro avec des pays entachés d'un passé de laxisme monétaire, alors que d'autres craignent au contraire de s'emprisonner dans un "carcan déflationniste". Les économistes soutiennent que, compte tenu de l'impossibilité de faire varier les taux de change et de l'application d'une seule politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro, aucun mécanisme crédible ne pourra lutter efficacement contre les "chocs asymétriques", c'est-à-dire contre des événements susceptibles d'avoir des effets économiques variables sur des parties différentes de la zone euro. Ils font remarquer que, contrairement à des pays comme les États-Unis, l'Europe ne dispose pas des mêmes mécanismes de substitution - un budget fédéral conséquent, ou une mobilité de la main-d'oeuvre.

Tous ces arguments et craintes pourraient éventuellement se résumer à la simple proposition suivante: l'Union européenne ne constitue pas une "zone monétaire optimale". Dans ces circonstances, il se confirme que les gains de l'UEM en termes de réduction des coûts de transaction, d'une meilleure transparence des prix, etc. seront largement contrebalancés par des pertes de production et d'emploi.

Cette critique de l'UEM pose des questions sérieuses. De quoi est constituée une "zone monétaire optimale"? Quels types de chocs ont des effets asymétriques? Tous les déséquilibres des cycles économiques sont-ils appelés à disparaître automatiquement et définitivement dans une zone à monnaie unique? Est-ce que la possibilité de jouer sur les taux de change reste encore un mécanisme d'ajustement crédible? Les politiques fiscales décentralisées peuvent-elles compenser une politique monétaire centralisée, ou un élément de "fédéralisme budgétaire" est-il inévitable? Les autres mécanismes d'ajustement présents au sein de l'UE sont-ils vraiment si inférieurs aux mécanismes appliqués aux États-Unis? Si ce n'est pas le cas, que faudrait-il faire?

Ce document de travail a pour objet d'examiner ces questions, ainsi que certaines des réponses apportées. La progression vers l'UEM a donné lieu à un grand nombre d'études sur le sujet, destinées au grand public ou aux spécialistes - bien que les "conclusions définitives restent évasives" dans les secteurs clés (Obstfeld et Peri 1998). Le ton est généralement celui de la controverse plutôt que de l'objectivité, ce qui est peut-être inévitable compte tenu du débat politique passé sur l'opportunité de poursuivre l'UEM, et dans l'affirmative, quand et avec qui.

Or, l'UEM *progress*. Contrairement aux nombreuses prévisions, l'échéance de 1999 sera respectée, avec la participation de tous les États membres sauf quatre. L'avenir nous dira si cette décision est une preuve de courage et de vision perspicace, ou le signe d'un "optimisme aveugle"².

Entretemps, la création de l'euro constitue un creuset expérimental unique qui donne une matière considérable à la théorie économique.

² Editorial du journal *The Times* du mardi 2 juin 1998.

I. Les zones monétaires optimales

Le système monétaire international est caractérisé par la multiplicité de ses monnaies. La plupart s'appuient sur des États-nations souverains - situation que John Stuart Mill a qualifiée du terme devenu célèbre de "barbarisme"; d'autre part, le développement d'une structure moderne de gouvernement s'accompagne souvent du renforcement de la ségrégation économique entre les zones monétaires, notamment par l'imposition de contrôles des changes et la non-convertibilité.

Même pendant la période d'"union monétaire" de l'étalon-or avant 1914, certains pays ont mieux réussi que d'autres à maintenir la parité-or (voir Flandreau, Le Cacheux et Zumer 1998). Cependant, jusqu'à une période relativement récente, le fondement économique a été longtemps supplanté par des considérations politiques en faveur des monnaies nationales.

La première formulation des critères déterminant la couverture géographique d'une monnaie est généralement attribuée à une étude publiée en 1961 par R. Mundell (voir encadré nr.1). L'auteur allègue que, l'objectif d'une monnaie étant sa "commodité", la zone monétaire idéale serait "le monde, quel que soit le nombre de régions qui le composent".

Toutefois, étant donné la nécessité concrète pour les économies actuelles de disposer de politiques de stabilisation, une zone doit disposer de sa propre monnaie si, en cas de choc macroéconomique, les coûts économiques des ajustements par modification des niveaux de salaires et de prix ou par la mobilité des facteurs (travail et capital) doivent être plus élevés que ceux induits par la fluctuation des taux de change. L'analyse de Mundell a été reprise peu de temps après par McKinnon (1963), puis par Kenen (1969), donnant lieu à l'élaboration d'une théorie des zones monétaires optimales (ZMO), évoquée de plus en plus dans des études aussi bien théoriques qu'empiriques.

L'argument en faveur de zones monétaires distinctes ne tient que si l'impact d'un choc varie d'une zone à l'autre, c'est-à-dire s'il est asymétrique. En effet, si l'impact était le même dans toutes les zones, la variation des taux de change nécessaire à l'ajustement serait la même partout, ce qui ôterait tout intérêt à la multiplicité des monnaies. La théorie des ZMO implique en fait que deux pays subissant généralement des chocs *symétriques* et ayant un volume d'échanges bilatéraux représentant une part importante de leur PIB, doivent fixer leurs taux de change.

Pour reprendre le constat de Milton Friedman (1953):

"Un groupe de nations politiquement indépendantes, adhérant toutes avec conviction à l'étalon-or, se soumettent de fait à une autorité monétaire centrale, quoiqu'impersonnelle. Si, de plus, elles adhèrent avec force à la libre circulation des biens, des personnes et des capitaux sans exception, et que les conditions économiques facilitent cette libre circulation, elles constituent de fait une unité économique dans laquelle l'instauration d'une monnaie unique ... serait pertinente."

Chocs macroéconomiques

Une brève "taxonomie des chocs" présentée dans un rapport économique récent de la Commission (1997a) oppose quatre types de chocs:

- chocs *temporaires* et chocs *permanents*,
- chocs *spécifiques au pays* et chocs *spécifiques au secteur*,

- chocs *réels* et chocs *financiers*,
- chocs *exogènes* et chocs *induits par la politique*.

Chocs temporaires et chocs permanents

La distinction peut-être la plus utile est celle qui oppose les chocs susceptibles de n'avoir qu'un effet transitoire - par exemple une baisse imprévue de la demande agrégée - aux chocs qui provoquent la perte définitive d'une position compétitive. Les chocs temporaires peuvent être corrigés par des changements conjoncturels de la politique budgétaire et/ou monétaire, ou par l'emprunt. En revanche, les chocs permanents ne peuvent généralement être résorbés que par une baisse des revenus et des prix réels comparatifs, par l'émigration de la main-d'oeuvre, ou par une profonde restructuration à long terme.

Cette distinction est importante ne serait-ce que parce toute confusion entre ces deux types de chocs risque d'inciter à prendre des mesures qui aggravent la situation au lieu de l'améliorer. En particulier, traiter des chocs ayant un effet permanent et structurel comme s'il s'agissait de chocs temporaires ne servirait qu'à renforcer la perte de compétitivité sous-jacente et qu'à rendre plus difficile la réforme nécessaire. La Commission (1997) émet l'observation suivante:

“Si, comme les faits le démontrent, le changement structurel en Europe est déjà trop lent par rapport, disons, aux EU, le ralentissement accru de ce processus par un coussin monétaire peut être exactement ce que les décideurs politiques veulent éviter”.

Cette position reprend, dans son essence, l'argument sous-jacent dans les dispositions du traité évoquant le “pas de renflouement” en parlant de la souveraineté de la dette et, de manière plus péremptoire, de l'opposition à toute extension des aides communautaires dans le cadre des fonds structurels et de cohésion. Considéré dans un contexte global plus large, un accès trop facile à l'emprunt ou au transfert de fonds peut induire un “risque moral”: la facilité pour une économie en péril d'attendre les secours plutôt que de remettre de l'ordre chez elle.

Ce serait sans doute une erreur, toutefois, d'établir une distinction trop stricte entre les chocs temporaires et les chocs permanents. Dans la réalité, les chocs contiennent généralement des éléments qui relèvent de ces deux types, nécessitant des ajustements politiques à court terme et des réformes structurelles à long terme. De plus, il peut être utile de procéder à des transferts financiers inter-régionaux, non seulement pour résoudre les problèmes cycliques, mais aussi pour favoriser le changement structurel. Le problème est de s'assurer de l'utilisation correcte des fonds³.

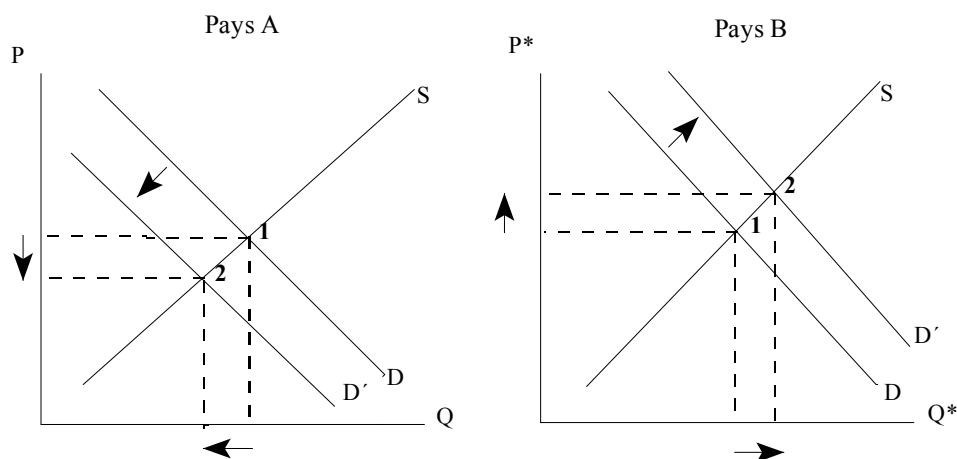
³ Ce problème est souvent évoqué dans le contexte du financement de l'UE comme la question de “l'additionnalité”. Si les fonds provenant du budget de l'UE ne servent qu'à se substituer aux dépenses nationales qui auraient été engagées de toute façon, l'effet est plus conjoncturel que structurel.

Encadré nr. 1: La théorie des zones monétaires optimales selon Mundell

L'étude de Mundell parue en 1961 examine les différents mécanismes d'ajustement possibles lorsque des pays ou des régions doivent faire face à des chocs exogènes spécifiques au pays, en se référant plus particulièrement aux États-Unis et au Canada. Il conclut que les changements de taux de change entre le dollar américain et le dollar canadien ne constituent pour aucun des deux pays un moyen d'ajustement satisfaisant, puisque l'asymétrie principale ne réside pas entre ces deux pays, mais entre la région Est et la région Ouest de chacun d'entre eux. La solution est donc de trouver des mécanismes capables d'ajuster les prix relatifs entre l'Est et l'Ouest plutôt qu'entre le Nord et le Sud.

Simplifions cette théorie. Soit deux régions A et B produisant chacune un bien. Un déplacement de la demande dû à un changement de préférence des biens produits par A au profit des biens produits par B (par exemple, un choc asymétrique) a pour effet de diminuer la demande dans A, provoquant une hausse du chômage et un déséquilibre de la balance commerciale, et d'accroître l'inflation dans B (voir Graphique 1). Dans cette situation, une politique monétaire commune est incapable de résoudre à la fois les problèmes des deux économies. Une politique monétaire restrictive (offre S ascendante) peut réduire l'inflation dans B, mais aggravera le problème du chômage dans A. Une politique monétaire expansionniste (offre S descendante) peut réduire le chômage dans A, mais aggravera l'inflation dans B.

Graphique 1 : chocs exogènes spécifiques



Graphique n°1 : Déplacement de la demande dû à un changement de préférence des biens produits dans A au profit des biens produits dans B (choc asymétrique). La baisse de la demande dans A se traduit par une compression de la quantité (Q) et des prix (P) et par une hausse du chômage. L'effet produit est inverse dans B.

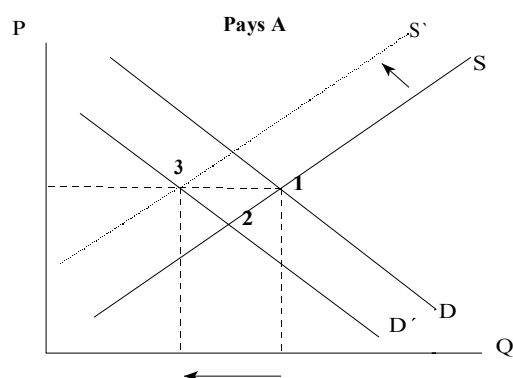
Le déséquilibre provoqué par un choc nécessitera par conséquent de modifier les prix relatifs pour retrouver l'équilibre antérieur. Si deux régions ont des monnaies différentes, on pourra modifier les taux de change, c'est-à-dire dévaluer la monnaie A par rapport à la monnaie B. Le pays B retrouvera alors sa compétitivité en raison d'une baisse des salaires et des prix

réels (les salaires et les prix nominaux restant constants). Cette mesure provoquera une hausse de la demande (D ascendante) et une baisse du chômage.

Si, toutefois, ces deux régions ont une monnaie unique, ou maintiennent un taux de change fixe, il faudra rétablir la production et l'emploi par d'autres moyens, comme

- une baisse des salaires et des prix *nominaux*,
- une progression ascendante de la courbe de l'offre (S) du bien produit dans le pays par, par exemple, une émigration de la main-d'oeuvre hors du pays. (voir le graphique 2),
- une politique budgétaire expansionniste.

Graphique 2 : Émigration de la main-d'oeuvre



Graphique n° 2 : Pour rétablir l'équilibre sans modifier le niveau des prix, la migration s'effectue de A vers B

Dans son analyse, Mundell émet les propositions suivantes:

- si l'impact des chocs est similaire (symétrique) sur des zones déterminées, la fixité des taux de change ou l'union monétaire sont appropriées,
- si l'impact des chocs est asymétrique, *une forte mobilité de la main-d'oeuvre et/ou la flexibilité des salaires* (en particulier à la baisse) sont des conditions préalables.

En poursuivant ces recherches, Kenen (1969) introduit le critère du *degré élevé de diversification des produits* - plus un groupe de pays ou de régions se spécialisent dans la production de biens déterminés, plus les chocs externes sont susceptibles d'avoir des effets asymétriques. Par conséquent, les différentes parties d'une zone monétaire doivent produire une combinaison similaire de biens.

Pour McKinnon's (1963), le critère principal est le *degré d'ouverture* d'une économie, associé à l'importance relative des biens échangés par rapport aux biens non échangés. Un grand degré d'ouverture nuit à l'efficacité d'une politique monétaire autonome et réduit l'utilité d'une variation des taux de change pour rétablir la compétitivité, la dévaluation se répercutant alors rapidement sur les prix intérieurs.

Chocs spécifiques au pays et chocs spécifiques au secteur

La Commission constate que les changements de politique monétaire ou de taux de change - qui ont une incidence générale sur l'ensemble d'une économie - ne sont pas les instruments adéquates pour résorber un choc qui n'affecte qu'un secteur ou qu'une région de cette économie. S'il semble évident, ce point revêt une importance capitale si l'on considère les faits empiriques recensés à l'occasion de l'instauration de l'UEM.

En résumé, l'expérience montre que les chocs subis jusqu'à présent par l'UE n'ont été que rarement spécifiques au pays, c'est-à-dire spécifiques à une zone monétaire existante. Un "nombre significatif" de ces chocs est *spécifique à une industrie*, tandis qu'environ 80 % de ces chocs, mesurés en termes d'effets différentiels sur l'emploi (c'est-à-dire, communs à l'ensemble de la zone de l'UE), se sont avérés *spécifiques à la région*. Cela signifie que la perte de la possibilité de faire varier les taux de change et les taux d'intérêt n'aura sans doute que peu d'incidence sur le traitement des chocs réels subis.

Dans le contexte de la théorie des ZMO, un choc purement sectoriel ne peut avoir d'incidence réelle que si une zone donnée est fortement dépendante de l'industrie affectée. Dans ces circonstances, le choc s'identifie à un choc régional, et la question se pose alors de savoir si la région doit créer sa propre monnaie, ou si elle doit devenir moins spécialisée.

Chocs réels et chocs financiers

La Commission affirme que, même dans le cas de chocs spécifiques au pays, les variations des taux de change ne constituent un remède approprié que si l'incidence porte sur la demande agrégée réelle. Si, par ailleurs, le choc est purement financier - la Commission évoque à ce propos le choc porté au processus d'offre de la monnaie domestique - la bonne réponse est la fixité des changes ou la monnaie unique, solution qui minimise les obstacles aux flux monétaires entre les pays.

Les études réalisées sur l'effet des chocs sur l'emploi ont conduit à des conclusions similaires.

“Des chocs financiers peuvent se produire à la suite d’ajustements de portefeuille en une devise spécifique. Pour y remédier, il faut maintenir le taux de change constant et veiller à changer la composition du portefeuille en faisant varier l’offre d’actifs libellés en monnaies spécifiques. Les chocs financiers asymétriques peuvent être mieux absorbés dans une union monétaire que dans un système de variation des taux de change et ne sont ainsi pas une source supplémentaire de chômage”. (Ochel 1997).

Chocs exogènes et chocs induits par la politique

La Commission établit enfin une distinction entre les chocs causés par des événements extérieurs, sur lesquels les autorités d'une économie donnée n'ont aucun contrôle direct (par exemple, les chocs *exogènes*) et les chocs résultant de *politiques internes*. Elle insiste sur les dangers de confusion: alors que de nombreux chocs semblent être, à première vue, des "phénomènes exogènes auxquels sont brusquement confrontées les autorités politiques", ils peuvent s'avérer, après un examen plus attentif, être consécutifs aux propres mesures politiques de ces autorités.

Les exemples cités portent sur une augmentation des salaires à la suite des attentes des syndicats et des employeurs prévoyant une "compensation" de cette hausse par une expansion monétaire et budgétaire, et sur les chocs provoqués par la conjoncture politique elle-même,

c'est-à-dire par une stimulation artificielle de l'économie en période pré-électorale. Ces deux facteurs ont été considérés, dans le passé, comme des éléments importants du comportement idiosyncratique de l'économie du Royaume-Uni.

Bayoumi et Eichengreen (1994) avancent une autre idée intéressante, à savoir qu'un choc ayant des origines exogènes peut devenir un choc induit par la politique.

“Même si des pays subissent d'importantes perturbations asymétriques, ils ne doivent pas nécessairement suivre le précepte selon lequel les ajustements sont facilités par une politique autonome. ...Les décideurs politiques risquent de détourner systématiquement la politique plutôt que de s'en servir pour favoriser l'ajustement... On peut également interpréter les chocs dus à une demande agrégée répartie de manière asymétrique en estimant que les pays concernés sont de piètres candidats à l'union monétaire, dans la mesure où leurs décideurs politiques ont tendance à utiliser des instruments de gestion de la demande pour compenser les chocs sur la demande provenant d'autres sources. En revanche, si la politique intérieure est elle-même la source des perturbations, la création d'une unité monétaire regroupant un certain bien-être”.

"D'où proviennent les chocs macro-économiques?" demandent Belke et Gros (1997). "La politique elle-même est sans doute à l'origine de ces chocs".

L'importance de ce facteur est apparue clairement lors de l'audition de la sous-commission monétaire du Parlement européen du 2 septembre 1998 sur les chocs asymétriques. Le professeur Katiforis, membre de cette sous-commission, a posé la question suivante: puisque les États membres de l'UEM n'auront plus de politique monétaire indépendante, et seront limités par le pacte de stabilité et de croissance dans l'exercice de leur politique budgétaire, la variation des taux de change ne jouera-t-elle pas un rôle plus important qu'aujourd'hui en tant que mécanisme d'ajustement, si elle existe toujours?

Le Professeur von Hagen a répondu par l'affirmative à cette question (en ajoutant que d'autres effets de l'UEM, notamment la création de marchés financiers au niveau de l'UEM, favoriseront l'ajustement). Le Dr. Ansgar Belke, pour sa part, prévoit une *moindre* importance de la flexibilité des taux de change, puisqu'il ne sera plus nécessaire de faire intervenir ce facteur pour ajuster les effets des décisions monétaires et budgétaires nationales.

L'asymétrie

Les moyens utilisés par différentes zones économiques pour faire face aux chocs macroéconomiques peuvent être analysés de multiples façons. Une distinction peut être faite, par exemple, entre les chocs qui, de par leur nature, ont des effets asymétriques et ceux qui, en principe, devraient avoir des effets similaires sur des économies similaires.

Dans son rapport intitulé *One Market, One Money* (1990), la Commission met en évidence le fait que les chocs spécifiques par pays sont par définition asymétriques dans le contexte européen. Les grandes catastrophes naturelles sont classées dans cette catégorie, de même que les effets immédiats d'événements politiques tels que la réunification allemande ou la décolonisation portugaise. Toutefois, lorsqu'il s'agit de cas de force majeure, ces événements n'ont que peu d'incidence sur la théorie des ZMO. Ces événements étant par définition imprévisibles, il ne serait pas logique de créer des zones monétaires distinctes pour y remédier. Un cas plus discutable est celui d'une monnaie distincte dans une région particulièrement exposée, par exemple, aux tremblements de terre - bien qu'il ne soit pas du

tout évident que l'ajustement *par* des dévaluations répétées soit moins coûteux dans ce cas qu'un autre ajustement dans une zone monétaire plus vaste.

Le rapport *One Money, One Market* constate également que les chocs communs - par exemple, une hausse des cours mondiaux des produits ou une innovation technologique - peuvent produire, sur des économies différentes, des effets symétriques ou asymétriques selon la structure de l'économie concernée. Comme le souligne Caporale (1993), la conclusion de la Commission selon laquelle

“les secteurs produisant des biens homogènes avec peu de barrières douanières connaissent essentiellement des chocs symétriques” alors que *“dans d'autres secteurs, il semble y avoir une corrélation inverse entre l'existence de barrières douanières et le niveau de symétrie des chocs”*

“implique de manière évidente” que la réalisation du Marché unique réduira l'asymétrie. Mais cela n'est pas toujours vrai (cf. plus loin la partie intitulée “Convergence, divergence et diversification”).

Asymétrie conjoncturelle et asymétrie structurelle

De même que pour les chocs, il serait peut-être plus utile de distinguer les causes à court terme des causes à long terme. La hausse des taux d'intérêt à court terme peut, par exemple, avoir des effets différenciés dans des zones différentes car ils interviennent à des étapes distinctes d'un cycle économique. Toutefois, ces effets peuvent également être dus à des différences à long terme dans la structure financière: l'importance relative des finances bancaires, par exemple, ou des hypothèques à taux fixe, ainsi qu'à des différences dans les mécanismes de transmission monétaire.

L'importance relative des facteurs conjoncturels et structurels en impliquant des réactions asymétriques à la politique monétaire joue un rôle important dans le débat actuel sur l'adhésion éventuelle du Royaume-Uni à l'UEM. Le gouvernement britannique, par exemple, a évoqué le fait que son économie était en phase d'achever son redressement économique alors que la plupart des principales économies de l'UE commençaient à peine à sortir de leur dépression, pour expliquer la non-participation britannique à la troisième étape de l'UEM en 1999. Il a toutefois précisé que l'adhésion de la Grande-Bretagne interviendrait certainement dans les premières années du prochain millénaire.

L'argument peut toutefois être avancé que le déséquilibre conjoncturel de l'économie britannique, loin d'être accidentel, reflète des différences structurelles à plus long terme. Eltis (1998) insiste notamment sur les liens qui unissent les économies britannique et américaine, en partie d'ordre financier, mais aussi parce que “le Royaume-Uni, comme les États-Unis et contrairement à tous les autres pays de l'UE, est un grand producteur de pétrole” et parce que “le Royaume-Uni a, comme les États-Unis, un vaste tissu industriel dans le domaine des hautes technologies comme la biochimie, l'aéronautique, les instruments scientifiques et les télécommunications”. Si ces liens deviennent déterminants, le plein équilibre conjoncturel entre l'économie britannique et l'économie de la zone euro risque de ne *jamais* voir le jour⁴.

⁴ Excepté, peut-être, dans le sens paradoxal d'une montre analogique qui, après un arrêt, indique l'heure exacte deux fois par 24 heures. Il peut en être de même des économies britannique et de la zone euro dont les courbes de redressement et de dépression se croisent à certains moments.

Toutefois, les études réalisées en 1987 par le FMI ont mis en évidence que les réactions asymétriques à la politique monétaire n'étaient pas l'apanage du Royaume-Uni. La sensibilité aux variations des taux d'intérêt varie considérablement entre les pays de l'UE. En Allemagne, au Benelux, en Autriche, en Finlande et au Royaume-Uni, une hausse de 1 % des taux d'intérêt s'est traduite par une chute de 0,7 à 0,9 % de la production, suivie d'une stabilisation pendant près de trois ans, alors que dans d'autres pays, la chute de la production s'est limitée entre 0,4 et 0,6% et n'a duré qu'un an et demi.

Ces constatations ne sont pas de bonne augure, non seulement pour l'adhésion éventuelle du Royaume-Uni, mais pour l'UEM elle-même.

La "critique de Lucas"

Cette conclusion ne tient toutefois pas compte de la possibilité de voir les différences dites structurelles à long terme disparaître rapidement à l'occasion d'un changement de la situation. La "critique de Lucas"⁵, qui porte sur de nombreux travaux de recherche effectués sur les asymétries dans la zone euro, souligne précisément que les chocs auront un effet asymétrique beaucoup moins important que jusqu'à présent car l'UEM changera elle-même de comportement. À cet égard, l'éditeur de la publication *EMU: Prospects and Challenges for the Euro* (1998) (L'UEM: perspectives et enjeux pour l'euro) énonce dans son introduction:

"Les institutions qui ont évolué en réaction à l'histoire (par exemple, un passé caractérisé par une inflation variable et aléatoire) s'adapteront rapidement à un nouvel environnement si elles croient en la longévité de cet environnement".

Eltis (1998), par exemple, insiste sur les différences entre la prévalence des hypothèques et les autres dettes à taux d'intérêt variable au Royaume-Uni et dans les autres pays de l'UE.

"..la dette hypothécaire agrégée représente 60% du PIB au Royaume-Uni et seulement 40% en Allemagne, 25% en France et moins de 10% en Italie Les dettes agrégées à taux d'intérêt variable dans le secteur privé atteignent 64% du PIB au Royaume-Uni, alors qu'elles ne représentent que 16% du PIB en France, 3% en Allemagne et 2% en Italie."

Toutefois, les hypothèques à taux variable sont l'héritage d'une ancienne "culture de l'inflation", qui devrait disparaître dans l'UEM. Eltis lui-même a déjà détecté des signes précurseurs de ce phénomène, en constatant que le faible taux d'inflation au Royaume-Uni, ces dernières années, a favorisé un revirement vers l'emprunt à taux fixe. Les asymétries conjoncturelles et structurelles actuellement observées peuvent également faire l'objet de la "critique de Lucas". À ce propos, Christodoulakis, Dimelis et Kollintzas (1995) ont fait l'observation suivante:

"...une conviction est largement répandue au sein de l'UE: si les chocs sont asymétriques les dispositions institutionnelles et les politiques communes ont tendance à exacerber les cycles économiques, parce que les gouvernements nationaux sont appelés à perdre une partie de leurs outils de stabilisation."

⁵ Exprimée par R.E.Lucas: Lorsqu'un fait nouveau survient, le retour d'expérience est peu exploitable.

Or, leur étude les conduit à

"soutenir le contraire. En réalité, il ressort de nos conclusions que les différences observées au niveau des chocs et des cycles économiques ont tendance à s'estomper à mesure que des institutions et des politiques communes se font jour..."

Mesurer l'asymétrie

Lorsqu'on dit qu'un choc a un "effet asymétrique", il est utile de savoir exactement ce que l'on mesure. L'une des approches consiste à mesurer simplement les variations des taux de change: si un événement est suivi du réalignement des parités entre deux monnaies, on peut considérer qu'il a eu un effet asymétrique, et que le réalignement a été son mécanisme d'ajustement.

Cette approche pose au moins deux problèmes. Le premier est que, dans le monde réel, les taux de change varient pour une multitude de raisons (voir la section "Taux de change", plus loin dans ce document) et que, de ce fait, il est difficile d'isoler les effets d'un événement particulier. Le deuxième problème est que les effets asymétriques ne peuvent être mesurés qu'entre zones monétaires, et pas au sein de celles-ci. Lorsque l'on crée une union monétaire à partir de zones distinctes, comme c'est le cas pour l'UEM, on ne peut pas présumer, pour les raisons qui viennent d'être exposées, que l'effet des chocs sera désormais le même qu'auparavant.

Les effets d'un choc particulier peuvent également être mesurés en termes de taux différentiels d'inflation, dans le cas de zones monétaires distinctes; ou en termes de mouvements différentiels des prix à la consommation, des coûts unitaires de main-d'œuvre ou de prix des actifs à la fois entre zones monétaires et au sein de chacune d'elles. Les variations du PIB ne peuvent également être mesurées à la fois entre des zones monétaires distinctes et dans une certaine mesure au sein de chacune d'elles que si l'on dispose de statistiques nationales ou régionales comparables.

Les taux de chômage, qui sont des statistiques disponibles même au niveau local des zones de trajet domicile-lieu de travail, fournissent une base statistique plus précise. C'est probablement la raison pour laquelle un certain nombre d'études récentes ont défini l'asymétrie à partir des effets différentiels de l'emploi. L'on suppose souvent qu'il existe une relation fixe entre les variations du PIB et celles du taux de chômage.

Dans l'une des études les plus récentes sur ce sujet, Belke et Gros (1997) parviennent à la conclusion suivante

"... nous n'avons pas pu déceler de lien solide et statistiquement significatif entre le chômage et les chocs extérieurs.....nous supposons donc comme improbable que l'UEM génère de graves problèmes de chômage comme cela a souvent été prédit."

Par conséquent, évaluer les effets d'un choc particulier n'est pas une affaire simple. Un événement peut avoir des effets asymétriques sur l'emploi mais pas sur l'inflation, ou *vice versa*. Les effets, disons, d'une réduction des taux d'intérêt peuvent être asymétriques sur les prix des actifs, mais non sur les niveaux des salaires ou les prix à la consommation. Les données statistiques ne sont pas toujours comparables entre des zones différentes - même Eurostat, malgré des efforts considérables, n'a pas réussi à établir un indice harmonisé de l'ensemble des prix à la consommation lors de l'évaluation de l'UEM en mars 1998.

Enfin, il convient de dissocier les effets d'un événement du "bruit de fond" des autres événements - y compris, comme cela a été observé, des actions des autorités publiques menées pour y faire face.

II. Les mécanismes d'ajustement

Faire varier les taux de change et les taux d'intérêt étant exclu, il est essentiel, dans le cadre de la théorie des ZMO, d'identifier d'autres mécanismes capables de faire face aux chocs asymétriques, qu'ils soient conjoncturels/temporaires ou structurels. Une distinction fondamentale peut être établie entre:

- *les mécanismes du marché*, qui peuvent ensuite être subdivisés en solutions de "flexibilité des prix" (par exemple, la diminution des revenus réels) et les solutions de "flexibilité des quantités/facteurs (par exemple, la mobilité de la main-d'oeuvre et des capitaux), et
- *les mécanismes institutionnels*, en particulier les transferts via un budget central (le "fédéralisme budgétaire") ou les actions spécifiques des autorités publiques.

Les mécanismes du marché

Dans la catégorie des mécanismes du marché, on considère généralement que trois mécanismes d'ajustement jouent un rôle important dans une zone monétaire unique: *la flexibilité des salaires et des prix, la mobilité de la main-d'oeuvre et la mobilité des capitaux.*

Flexibilité des salaires et des prix

Dans une zone monétaire donnée, les régions soumises à un choc asymétrique peuvent retrouver leur compétitivité en diminuant les revenus et les prix nominaux, ce qui leur permet d'obtenir des effets équivalents à la dévaluation d'une monnaie locale. Le principal obstacle qui semble s'opposer à cette solution de flexibilité des prix est "l'inertie du niveau des prix", et notamment la "viscosité" des salaires nominaux. Comparée à celle des États-Unis et du Japon par exemple, la flexibilité des salaires à court terme de l'UE, en réaction au changement des conditions de l'emploi, est faible. La Commission (1990) a calculé qu'en cas d'une hausse des prix de 1% , le chômage augmenterait d'autant dans l'UE pour empêcher une hausse des salaires, tandis que la hausse du chômage serait dix fois moindre aux États-Unis et au Japon.

Même lorsque les prix et les salaires atteignent un certain niveau de flexibilité au niveau régional, ils "s'ajustent généralement plus lentement que les taux de change" (Ochel 1997), ce qui tend à prouver que la possibilité d'une dévaluation est le mécanisme le plus efficace.

On peut toutefois se poser des questions sur l'efficacité de la flexibilité des taux de change comme mécanisme le plus efficace. Un taux de change flottant peut avoir un pouvoir stabilisateur médiocre

"pour les petits pays pour lesquels les importations représentent un élément du coût de la vie si important qu'une diminution des salaires réels par une dépréciation nominale est impossible." (Obstfeld 1985).

En outre, cela "suppose que l'on garde les travailleurs dans l'illusion que la hausse des prix consécutive à la dévaluation ne doit pas déclencher une revendication de hausse de salaires" (Ochel 1997).

De la même façon, Peters (1995) observe que:

"...l'hypothèse de l'illusion monétaire de la part d'agents économiques rationnels semble irréaliste, surtout si les dévaluations sont fréquentes. Elle signifierait que les salariés accepteraient une diminution de leurs salaires réels après la

dévaluation, mais refuseraient une réduction des salaires nominaux ayant des effets similaires”.

On peut toutefois avancer que les variations des taux de change constituent un moyen d’ajustement efficace à court terme, au moins tant que dure “l’illusion monétaire”. Le cas de la livre sterling d’après-guerre s’est traduit en fait par la réduction répétée des revenus réels par la dévaluation - même s’il est très douteux que ces mesures aient réussi à rétablir la compétitivité de l’économie du Royaume-Uni à long terme.

Les travaux de recherche actuels (Vaubel 1976 et 1978, Eichengreen 1991, De Grauwe et Vanhavebeke 1993, von Hagen et Neumann 1994) indiquent que la fluctuation des niveaux des salaires et des prix réels a tendance à être moins importante entre les régions *d’une même zone monétaire* qu’entre régions monétaires *distinctes*, ce qui a donné lieu à de multiples explications.

L’explication la plus simple est que la division actuelle en zones monétaires “est correcte”: les ajustements des niveaux de prix et de salaire sont inutiles, puisque les régions ne subissent pas de chocs asymétriques. Dans le cas de l’Europe, cette théorie est en contradiction avec les faits (voir la section “Chocs spécifiques au pays et chocs spécifiques au secteur”, plus haut dans ce document).

Une autre explication est que la faible réactivité des prix et des salaires pourrait refléter la forte mobilité de la main-d’oeuvre. Dans le cas de l’Europe, cette explication est également contredite par les faits (voir “Mobilité de la main-d’oeuvre” plus loin dans ce document).

Obstfeld et Peri (1998) expliquent plutôt que “d’importantes fluctuations dans les prix régionaux relatifs pourraient poser un problème politique d’intégration au niveau national”; ils estiment que la même considération pourrait s’appliquer au sein de l’UEM, malgré les espoirs de la Commission (1990) que “la règle de la concurrence et des salaires renforcera la flexibilité des salaires et des prix”. Ils ajoutent que:

“la faible variabilité des prix entre les régions nous renseigne peu sur la facilité avec laquelle les ressources sont redistribuées dans les unions monétaires, et sur la nécessité de la redistribution”.

Toutefois, on peut également affirmer que les ajustements des prix et des salaires réels par un mécanisme ou par un autre sont à long terme inévitables. De même que les termes de “déficit/excédent de la balance des paiements” cachent le fait que la balance des paiements d’un pays *doit, par définition*, être équilibrée, de même cet équilibre doit être respecté dans les paiements entre les régions ou les localités - ou, dans ce domaine, entre les familles et les individus. Les déséquilibres peuvent, pendant un moment, être financés par des dons ou par des prêts, mais tôt ou tard

“les contraintes de solvabilité excluent le recours à des déficits budgétaires ou extérieurs de plus en plus grands pour maintenir le niveau des dépenses publiques ou privées (Corden, 1972; Krugman, 1993)”. (Obstfeld et Peri 1998).

De plus, si la diminution nécessaire des niveaux de vie est trop longtemps reportée, l’ajustement risque en définitive d’être brutal: effondrement des monnaies, insolvabilité des entreprises et des particuliers, montée en flèche du chômage.

Mobilité de la main-d’oeuvre

Les travailleurs qui sont incapables ou ne veulent pas “se mettre au prix du marché” ont comme alternative d’aller chercher du travail là où il se trouve. La théorie des ZMO selon

Mundell donne une importance particulière à la mobilité de la main-d'oeuvre, et les critiques de l'UEM n'ont pas manqué d'insister sur le manque d'enthousiasme apparent des Européens à l'égard de la mobilité, par rapport aux Américains.

Diverses études ont montré en effet que la mobilité inter-régionale était un facteur important aux États-Unis, contribuant davantage à l'ajustement interne que les fluctuations des niveaux de salaire relatifs ou des taux de participation de la main-d'oeuvre (Blanchard et Katz, 1992). Au contraire, les chiffres de l'OCDE pour 1987 révèlent qu'un tiers seulement des travailleurs français et allemands sont disposés à changer de *département* et de *Land* comme le font les citoyens américains d'un État à l'autre; ils montrent d'autant moins d'enthousiasme à changer de pays.

De la même façon, Eichengreen (1993) constate que l'élasticité des flux migratoires entre les régions par rapport aux différentiels internes de salaires et d'emplois est plus faible en Grande-Bretagne et en Italie qu'aux États-Unis. Les calculs effectués par Pelagidis (1996) à partir des chiffres d'Eurostat montrent que, depuis 1992, la migration nette à l'intérieur de l'UE est en réalité en phase descendante, et que la migration au sein de l'UE, en pourcentage de la population totale, était en moyenne inférieure à 1% en 1995. En comparaison, environ 3% de la population américaine changent d'État de résidence chaque année.

Ce contraste entre les économies américaine et européennes a plusieurs explications. Obstfeld et Peri (1998) se sont penchés sur une énigme méthodologique: les différences de migration entre les États et entre les régions ne reflètent-elles pas l'incidence comparative des chocs asymétriques eux-mêmes plutôt que les rigidités comparatives des marchés du travail? Dans ce cas, la plus grande mobilité interne des Américains ne serait-elle pas une obligation?

À l'issue de l'examen des faits qui s'offraient à eux, Obstfeld et Peri ont rejeté l'hypothèse selon laquelle "le faible niveau constaté de la migration [européenne] reflète la rareté des chocs asymétriques au niveau de la région"; ils remarquent toutefois que "l'harmonisation quantitative des chocs est encore insuffisante pour pouvoir établir une comparaison internationale des effets des chocs asymétriques".

Une deuxième explication est que les obstacles à la mobilité sont plus grands dans l'UE qu'aux États-Unis. Il est vrai qu'il existe en Europe certains obstacles endémiques à la mobilité de la main-d'oeuvre qui sont presque -sans l'être tout à fait - inexistantes aux États-Unis: les différences de langue et de culture sont importantes. D'autres obstacles résultent d'une action divergente des pouvoirs publics: par exemple, l'impossibilité de transférer les droits à la retraite, les restrictions du droit à la sécurité sociale, la rigidité des marchés de l'immobilier, les restrictions de nationalité dans l'emploi du secteur public, la non-reconnaissance des qualifications, le manque d'informations sur les emplois dans les autres États membres, etc. Les progrès réalisés pour lever ces obstacles - dans le cadre général de la mise en oeuvre du principe de la "libre circulation des personnes" par exemple - sont très lents.

Cependant, le problème avec ce type d'explications est qu'elles ne concernent que la migration *entre* les pays européens, alors que la mobilité de la main-d'oeuvre s'avère faible également à *l'intérieur* même de ces pays, et ce malgré les conclusions de De Grauwe et Vanhaverbeke (1993) selon lesquelles les fluctuations de l'emploi sont également plus importantes au sein des pays européens qu'entre eux.

Lorsque l'on compare la mobilité de la main-d'oeuvre dans l'économie américaine et dans les économies de l'UE, il peut-être utile également de se demander si la "critique de Lucas" ne serait pas pertinente. Si l'absence de la mobilité de la main-d'oeuvre dans l'UE la disqualifie pour devenir une ZMO, dans quelle mesure l'existence d'une monnaie unique facilite-t-elle

cette mobilité aux États-Unis? Il semble que peu d'études aient été réalisées sur les effets dissuasifs de monnaies peu reconnues, et sur les risques de change éventuels sur la mobilité de la main-d'oeuvre entre les pays. Il sera instructif de voir quels changements s'opéreront lorsque l'euro sera pleinement opérationnel.

Un autre aspect important à signaler est que la forte mobilité géographique dans le marché du travail est coûteuse, voire dans certains cas non souhaitable. L'équilibre coût/avantage peut être négatif à la fois pour les régions d'émigration nette et pour celles d'immigration nette, ainsi que pour les travailleurs concernés.

Si un choc n'est que temporaire, la fuite des travailleurs peut être un obstacle à la reprise économique d'une région. L'émigration des éléments les plus jeunes, les plus qualifiés et les plus entreprenants de la force de travail peut à elle seule condamner une région à un déclin définitif. En même temps, des régions d'immigration nette de main-d'oeuvre peuvent générer d'importants coûts à court terme - par exemple, la nécessité de loger cette main-d'oeuvre et le versement de leurs cotisations sociales.

Pour ce qui concerne les travailleurs eux-mêmes, ce sont les migrants qui supportent les coûts engendrés, au bénéfice de ceux qui conservent leurs emplois (Corden 1972).

Enfin, l'on peut ajouter à ces considérations économiques le fait que les migrations de main-d'oeuvre à grande échelle créent généralement des tensions sociales qui finissent parfois par les rendre politiquement inacceptables.

Par conséquent, c'est peut-être encore l'explication la plus simple de la faible mobilité de la main-d'oeuvre en Europe qui reste la plus convaincante: les coûts globaux de la migration à grande échelle ont généralement tendance à être plus importants que les avantages. Ce n'est peut-être pas le cas des États-Unis, pays de grands espaces et aux racines moins profondes.

Dans tous les cas, les limites de la mobilité de la main-d'oeuvre comme mécanisme d'ajustement dans un système de taux de change fixes (ou d'union monétaire) ont déjà été mises en évidence par Ishiyama (1975):

“Il est tout simplement peu probable que la migration des masses laborieuses puisse être invoquée comme substitut à l'ajustement des paiements lorsque l'on peut supposer que les travailleurs ne souhaitent pas se déplacer, même à l'intérieur de leur pays”.

Mobilité des capitaux

La mobilité des capitaux joue un rôle à la fois à court terme et à long terme. À court terme, les flux de capitaux peuvent équilibrer les ajustements de paiement entre les régions - qu'il s'agisse d'une zone à monnaie unique ou à monnaies distinctes. Ces flux peuvent également soulager le poids de l'ajustement aux chocs en permettant d'étaler les changements structurels dans le temps. La mobilité des capitaux d'investissement à long terme pour financer ces changements structurels est également considérée comme essentielle pour réaliser une zone monétaire optimale. Si les travailleurs sont incapables de se déplacer vers les emplois, alors les emplois doivent être capables d'aller vers les travailleurs.

Il est évident que toute segmentation des marchés financiers constitue une entrave à la mobilité des capitaux. Comme pour la mobilité de la main-d'oeuvre, cette segmentation est en grande partie due à l'action divergente des pouvoirs publics: par exemple, les règles de surveillance et de contrôle différentes. Bien que des progrès considérables aient été accomplis au sein de l'UE actuelle pour réduire cette segmentation dans les secteurs de la banque et des

assurances et autres marchés financiers - notamment par l'application du "principe du contrôle par le pays d'origine" - il reste encore du chemin à parcourir.

Toutefois, pour ce qui concerne la mobilité des capitaux, la "critique de Lucas" revêt une force particulière. L'existence de différentes monnaies, avec les risques de change qui y sont associés, est en elle-même un motif majeur de segmentation. Il en résulte que la mobilité des capitaux, nécessaire pour que l'UEM puisse fonctionner, se produira sans doute précisément par la création de l'UEM. Nous pouvons déjà constater l'émergence de nouveaux marchés boursiers intégrés.

De même pour la mobilité de la main-d'oeuvre, certains prétendent que la mobilité des capitaux engendre un coût, et risque même d'exacerber les déséquilibres régionaux au lieu de les réduire. Le retour aux échelles de production peut engendrer une concentration des investissements dans les régions de grande activité, au lieu de les répartir dans les régions pauvres qui souffrent d'un taux élevé de chômage. C'est pourquoi, Krugman (1993) et autres estiment que l'UEM risque d'aggraver encore les crises régionales (cette conclusion renvoie à la prévision de Kenen (1969) selon laquelle la libre circulation des biens, des personnes et des capitaux à l'intérieur d'une zone monétaire unique amplifiera la spécialisation des régions, les rendant plus vulnérables aux chocs asymétriques - voir la section suivante).

L'existence de zones monétaires *distinctes* pourrait également se traduire par une répartition plus homogène des investissements entre les régions, puisque les entreprises qui s'implantent dans des zones monétaires différentes pour se couvrir contre les risques de change (Cushman 1988). Bordes et Driscoll (1990) font également le constat suivant:

"Sur le plan des dettes, l'intégration des marchés financiers risque d'accroître le rationnement du crédit et de réduire l'efficacité du mécanisme d'affectation des capitaux dans les secteurs à forte intensité d'informations. Le risque d'un rationnement plus strict du crédit repose sur le fait que la libéralisation des échanges de services financiers entre les pays pourrait renforcer la concentration du secteur des services financiers. Ce phénomène ... pourrait alors provoquer une perte d'informations locales sur l'industrie et le commerce et une structure de coût telle que les intermédiaires financiers auraient avantage à utiliser de plus en plus des filtres bruts pour étudier les demandes de prêt".

Jusqu'à ces derniers temps, ces objections théoriques semblaient pouvoir être confirmées empiriquement. Pelagidis (1996) observe que

"les externalités néfastes des États membres périphériques de l'UE (qualité médiocre des infrastructures, de l'administration publique, des services de production et de la qualification de la main-d'oeuvre) qui ... diminuent le rendement de l'investissement et par conséquent les apports de capitaux, sont limitées".

En prenant les chiffres d'Eurostat pour 1993, il constate que le "Nord de l'Europe" a bénéficié des trois-quarts environ des investissements directs intracommunautaires, alors que les trois économies les plus pauvres, la Grèce, l'Espagne et le Portugal en ont reçu moins de 20%.

Toutefois, cette vision s'est quelque peu modifiée au cours des dernières années. Deux économies "périphériques", le Portugal et l'Irlande, ont attiré d'importants investissements et ont enregistré des taux de croissance confortables - et même spectaculaires pour ce dernier. Parallèlement, c'est en Allemagne, "centre" de l'économie européenne, que les craintes sur les niveaux d'investissement ont été les plus fortes.

En résumé, il est généralement admis que la mobilité des capitaux est un élément important du financement des déséquilibres financiers à court terme entre les régions. En revanche, la question de savoir si cette mobilité des capitaux est susceptible d'encourager à long terme la convergence ou la divergence entre les régions reste matière à controverse, étayée par des faits contradictoires (voir la section "Convergence, divergence et diversification", plus loin dans ce document).

Flexibilité du marché du travail et impact des nouvelles technologies

La flexibilité des salaires et des prix et la mobilité des facteurs sont des thèmes communs aux publications sur les ZMO. Cependant, il y a lieu de penser qu'ils ne suffisent pas à décrire les mécanismes de marché existants ou requis dans une économie moderne.

Par exemple, la théorie des ZMO définie par Mundell et approfondie depuis, s'attache particulièrement aux divisions géographiques: zones monétaires couvrant une zone géographique déterminée ou les régions géographiques qui la composent. En effet, la géographie a souvent été, dans le passé, un facteur déterminant dans l'implantation d'une activité économique: réseaux fluviaux, routes commerciales, gisements de minerais, facteurs climatiques, etc. Plus récemment, la géographie démographique et la sociologie ont pris de l'importance: l'existence ou l'absence d'un marché de masse, une main-d'oeuvre qualifiée, la stabilité politique ou un environnement agréable. Ceci explique l'accent mis sur la mobilité géographique.

Toutefois, l'on peut supposer que l'importance économique de l'emplacement géographique doit être de plus en plus remis en question - par exemple, par les développements récents des technologies de l'information. Les entreprises peuvent confier les tâches de comptabilité ou de développement de logiciels à des fournisseurs de services implantés à des milliers de kilomètres, abolissant ainsi les distances à l'échelle planétaire. En conséquence, la *mobilité géographique* peut s'avérer aujourd'hui être un facteur d'ajustement moins important que *la mobilité professionnelle*. On trouve, parmi les facteurs pertinents identifiés dans le marché du travail proprement dit:

- les effets des systèmes de fiscalité et de protection sociale sur les incitations à l'emploi,
- les coûts "non-salariaux" liés à l'emploi de la main-d'oeuvre,
- les frais de licenciement de main-d'oeuvre, et
- le poids réglementaire supplémentaire que représente l'embauche de nouveaux salariés au-delà d'un certain seuil.

Dans ce dernier contexte, Eltis (1998) constate que

"la France compte un grand nombre d'entreprises qui limitent leurs effectifs entre 9 et 49 salariés pour échapper aux réglementations supplémentaires qui pèsent sur les entreprises de plus de 10 salariés et de plus de 50 salariés".

Toutefois, un élément peut-être encore plus important à long terme que ceux précités est de savoir dans quelle mesure les systèmes d'enseignement sont capables de dispenser non seulement des compétences stables, mais aussi la "capacité d'adaptation", et si le recyclage à toutes les étapes de la vie professionnelle est facilement accessible. Les recherches effectuées par Sneessens (1996) et autres ont défini l'inadaptation des compétences comme étant l'explication la plus plausible des modèles de chômage asymétriques.

Les mécanismes institutionnels

Les économistes ne reconnaissent pas tous la même importance aux mécanismes d'ajustement autres que ceux du marché dans une zone monétaire optimale. Certains considèrent qu'«un mécanisme institutionnel de redistribution des revenus entre les pays et les régions» (Pelagidis 1996) est essentiel, tandis que pour d'autres

«..la mise en place d'un mécanisme de transfert de l'UEM pour aider les régions à absorber les chocs asymétriques risque d'affaiblir plutôt que de renforcer l'aptitude de l'union monétaire à faire face à ces chocs».

(Introduction du rédacteur de la publication: *EMU: Prospects and Challenges for the Euro*, 1998).

Comme cela a été évoqué dans la section "Chocs temporaires et chocs permanents", les transferts de revenus à long terme risquent simplement de retarder les réformes structurelles nécessaires. Il existe également un danger de "risque moral": par exemple, qu'une autorité régionale ou locale contracte d'importantes dettes en se disant qu'elles seront en définitive "épongées" par des fonds de l'administration centrale⁶.

À l'étude de ces questions, les mécanismes de transfert font apparaître trois objectifs différents:

- **La stabilisation.** Au sens le plus strict du terme, tout mécanisme institutionnel destiné à faire face aux chocs asymétriques doit se confiner à une fonction d'"assurance". Cela implique que les transferts financiers affluent lorsqu'un événement a eu des effets asymétriques sur différentes régions, *quels que soient les points de départ relatifs en termes de richesses, de chômage, etc.* Ces transferts sont en principe rapides, isolés, et peuvent en théorie circuler dans n'importe quelle direction d'une région à l'autre au sein d'une zone monétaire unique. Ils viennent essentiellement compléter les flux de capitaux qui interviennent dans le cadre des mécanismes normaux du marché sous la forme de crédits ou de prêts bancaires, etc.
- **La redistribution.** Toutefois, un choc particulier peut à la fois avoir des effets symétriques du point de vue statistique et des effets sociaux et politiques asymétriques. Par exemple, un choc extérieur peut provoquer une hausse uniforme du chômage dans l'ensemble d'une zone monétaire; or, ses conséquences pratiques seront plus néfastes pour les régions souffrant déjà d'un taux de chômage élevé et d'un PIB relativement faible *par tête*. Dans ce cas, la volonté publique de redistribuer les revenus, les investissements et l'emploi peut être une réponse légitime.
- **La réforme structurelle.** L'asymétrie régionale provoquée par les chocs soulève également la question fondamentale de savoir pourquoi l'asymétrie existe; et si les causes sous-jacentes ne pourraient pas être réduites à long terme par des investissements publics dans les infrastructures, la hausse des niveaux de compétences, le recyclage, etc. Telle est

⁶ Le *locus classicus* de cette situation est la crise de la dette de la ville de New York en 1975. Ne pouvant plus faire fonctionner la "planche à billets", contrainte d'équilibrer son budget et placée sous le contrôle d'une instance législative supérieure (l'État de New York), la ville de New York a réussi à éviter les contrôles et à friser la banqueroute. Le mécanisme adopté consistait à emprunter à des termes de plus en plus courts et à des taux d'intérêt de plus en plus élevés. Le fait qu'elle ait été en définitive secourue financièrement a été considéré à la fois comme une preuve de "risque moral" et comme une raison de douter de l'efficacité réelle de la disposition de l'article 104b du traité sur l'Union européenne prévoyant le "non-renflouement".

en fait la logique qui se cache derrière les politiques de développement régional au niveau national et au niveau de l'Union européenne.

Un autre élément permettant d'évaluer l'utilité des transferts financiers est la nature du choc en question. Si ce choc affecte en priorité la demande, (une chute des commandes à l'exportation provoquant un bond du chômage par exemple), la bonne réponse peut être un transfert qui dope la demande domestique locale. Si au contraire le choc influe sur l'offre, (par exemple, une pénurie soudaine de certaines denrées de base), un dopage de la demande risque d'aggraver la situation.

Enfin, même si un choc conjoncturel à court terme peut nécessiter un transfert immédiat de fonds pour atteindre l'objectif de stabilisation, le risque perdure que "la stabilisation dégénère en redistribution"⁷. Les transferts effectués dans le but de la réforme structurelle sont également inadéquats dans l'optique d'une politique de stabilisation à court terme, ne serait-ce que pour des raisons de rapidité⁸.

Transferts automatiques: le "fédéralisme budgétaire"

Les transferts de fonds visant à la stabilisation sont plus efficaces s'ils sont effectués à l'aide de mécanismes rapides et automatiques. L'un de ces mécanismes est le flux de capitaux privés (voir plus haut, la section "La mobilité des capitaux"). De plus, ce mécanisme peut agir comme une "pompe fiscale" lorsqu'il intervient dans une zone monétaire qui dispose d'un budget central conséquent, financé par le budget général. Les fonds sont alors automatiquement transférés des régions les plus riches, qui sont le plus imposées et qui bénéficient le moins de la protection sociale et autres subsides, aux régions les plus pauvres et à celles affectées par un choc, qui paient le moins d'impôts et bénéficient des aides les plus importantes.

Aux États-Unis par exemple, Sala-i-Martin et Sachs (1992) estiment qu'une baisse de revenus de 1 \$ dans un État donné se traduit par une baisse d'environ 34 cents du montant de l'impôt fédéral versé par chaque résident de cet État et d'une augmentation de 6 cents des transferts budgétaires fédéraux: ainsi, la baisse des revenus est automatiquement compensée à hauteur de 40% par le budget fédéral. Une étude plus récente réalisée par Bayoumi and Masson (1996) évalue à 30% cette compensation.

Des études plus anciennes avaient mis l'accent sur le rôle essentiel de ces transferts dans les politiques du "New Deal" du président Roosevelt, dont l'importance de l'aspect psychologique a été mis en exergue: la création d'une "confiance dans une économie auto-régulatrice" (Cesarano 1992).

Toutefois, la capacité de ces mécanismes budgétaires automatiques américains à fournir une réelle "assurance inter-étatique" a été remise en question par Fatàs (1998) et autres. De même, Von Hagen (1992) estime que le budget fédéral des États-Unis n'absorbe que 10% des variations de revenus des États. D'autres considèrent que Sala-i-Martin/Sachs et Bayoumi/Masson ont surestimé de trois fois le montant réel de cette compensation en ne tenant pas compte des "risques agrégés dans la Fédération".

⁷ Intervention du Professeur Dr. J. Von Hagen lors de l'audition de la sous-commission monétaire du Parlement européen sur les chocs asymétriques, le 2 septembre 1998.

⁸ Voir les preuves produites par Marc Vanheukelen, du cabinet du Commissaire Dr. Monika Wulf-Mathies, lors de l'audition de la sous-commission monétaire du Parlement européen sur les chocs asymétriques, le 2 septembre 1998.

“La baisse des recettes fiscales créera un déficit que tous les États, y compris ceux en crise, devront payer par de futurs impôts.” (Fatàs 1998).

Von Hagen et autres ont également insisté sur le fait que le mécanisme d’ajustement budgétaire n’est, en fait, qu’un “sous-produit accessoire de la fédération budgétaire”⁹, ayant pour principaux objectifs de lever et d’affecter les recettes fiscales et de conduire la politique budgétaire macroéconomique.

Quel que soit le niveau réel de l’assurance mutuelle fournie par le budget fédéral des États-Unis, il apparaît clairement que le budget de l’UE ne peut pas, actuellement, proposer de mécanisme d’ajustement similaire. Alors que le budget fédéral des États-Unis représente environ 33% du PIB, celui de l’UE est inférieur à 1,5%.

Les principaux mécanismes d’ajustement budgétaire de l’UE sont - et le resteront sans doute dans un avenir prévisible - les budgets nationaux, qui représentent entre 42% du PIB au Royaume-Uni et environ 65% du PIB en Suède (voir le graphique nr. 4). Collectivement, ils fournissent un degré élevé “d’assurance” entre les régions d’un même État membre - mais pas, naturellement, entre les États membres.

Par conséquent, toute comparaison entre les mécanismes d’ajustement budgétaire aux États-Unis et dans la zone euro peut être trompeuse. Alors qu’aux États-Unis, le budget fédéral est relativement important et les budgets des États comparativement faibles, la situation est inverse en Europe.

Transferts volontaires

L’incapacité du budget de l’UE à fournir une “pompe fiscale” sur le modèle des États-Unis ne signifie pas pour autant qu’il ne joue aucun rôle dans la réponse aux chocs asymétriques - ou pour le moins, ne contribue à la préparer. Au contraire: il fournit à l’UE l’un des instruments dont elle dispose pour effectuer des transferts spécifiques vers les régions.

Ces transferts inter-régionaux au sein d’une zone monétaire peuvent prendre de multiples formes. Ce peut être des paiements en espèces établis sur un élément clé: par exemple, les paiements de péréquation entre les *Länder* allemands, ou l’abattement dont bénéficie le Royaume-Uni pour son budget de l’UE. Dans certains cas, l’un des objectifs de cette mesure peut être de limiter volontairement la migration de la main-d’œuvre d’une zone de chômage élevé vers une zone de moindre chômage. Selon Obstfeld and Peri (1998):

“les importants transferts continus de l’Allemagne de l’Ouest vers l’Allemagne de l’Est ... donnent un exemple pathologiquement marqué de cette tendance”.

Autrement, les transferts peuvent être associés à des projets spécifiques, partiellement ou entièrement financés par le centre, sous la forme de dons, de prêts, ou d’aides portant intérêt.

Les transferts peuvent également être directement financés par l’impôt (par exemple, par le budget central); ou par l’emprunt. Une autorité centrale ayant généralement un meilleur crédit qu’une administration locale ou régionale en difficulté, les taux d’intérêt correspondants sont généralement plus bas dans le premier cas que dans le deuxième cas. La proposition toujours bloquée des “obligations Delors”, par exemple, permettrait à l’UE de tirer profit du crédit

⁹ Intervention du Professeur Dr. J. Von Hagen lors de l’audition de la sous-commission monétaire du Parlement européen sur les chocs asymétriques, le 2 septembre 1998.

élevé dont elle jouit pour lever des fonds à faible taux d'intérêt afin de financer des infrastructures et autres projets.

L'ampleur de ces transferts volontaires, au niveau national et au niveau de l'UE, sont examinés plus en détail plus loin dans cette étude (voir la Section V).

III. Les faiblesses de la théorie des ZMO

Dans une brève étude sur “la théorie des ZMO et l’intégration monétaire européenne”, I. Maes (1992) estime “plutôt énigmatique” que “les publications sur l’intégration monétaire soient à ce point dominées par la théorie des zones monétaires optimales selon Mundell”. Il explique ce fait par “l’importance de Mundell et de Chicago” et par “la controverse entre les taux de change fixes et flottants” dans les années 60 dans l’économie internationale; il ajoute que “le terme “optimal” a toujours exercé une fascination particulière sur les économistes”.

Ronald I. McKinnon, de l’université de Stanford, développant la théorie des ZMO dans un article publié en 1963, écrit en 1994:

“au début des années 60, la théorie des ZMO était encore dominée par l’idée keynésienne de l’activisme macroéconomique. L’autonomie monétaire nationale était vue positivement dans son plein droit, et comme faisant partie de la panoplie d’instruments pour compenser les “chocs” émanant du secteur privé.”

Le résultat est que l’effet stabilisateur des taux de change flottants a été *surestimé*, tandis que les avantages des taux fixes ou de l’union monétaire ont été *sous-estimés*. Les développements théoriques ultérieurs (auxquels on peut ajouter l’expérience qui en fut tirée) ont “ébranlé la croyance selon laquelle l’inflation et le chômage s’équilibrent à long terme”.

“Cette perte de confiance dans les avantages d’un volontarisme national ou régional en matière de politique macroéconomique a fait pencher la balance des arguments en faveur des zones monétaires plus vastes au détriment des zones monétaires plus restreintes”.

D’autres critiques s’exprimant sur la théorie récente des ZMO ont fait des observations similaires. Torsten Peters (1995) cite cinq “graves insuffisances” de “la théorie et son application empirique”:

- elle sous-estime les avantages de partager une monnaie commune,
- elle “manque d’indicateurs opérationnels pour la mobilité des facteurs, l’ouverture et la diversification”,
- l’hypothèse de “l’illusion monétaire” est irréaliste (voir la section “La flexibilité des salaires et des prix”, plus haut dans ce document),
- elle est “statique, dans la mesure où elle ne tient pas compte des possibles changements de comportement des agents économiques induits par la création d’une zone monétaire commune” (voir la section “Critique de Lucas”, plus haut dans ce document), et
- elle ne tient pas compte du fait que “les évolutions des taux de change peuvent être dominées par des pressions spéculatives sans rapport avec les fondamentaux économiques”.

Les taux de change

Au cours des dernières années, la plupart des économistes ont non seulement perdu la foi dans “l’activisme macroéconomique” théoriquement autorisé par les taux de change flottants. Ils ont également perdu en grande partie leur foi dans la capacité de la variation des taux de change à corriger les déséquilibres engendrés par les chocs asymétriques.

McKinnon (1963) a prétendu dès le début que, pour une économie ouverte dont une part importante du PIB provient d’échanges avec l’extérieur, la politique des taux de change

n'était pas un bon instrument d'ajustement. En particulier, les petites économies ouvertes ne peuvent pas se défendre contre les fluctuations des taux de change.

Bordes et Driscoll (1990) ajoutent:

“Dans une zone composée de pays dotés de secteurs relativement vastes de biens échangeables et où l'intégration revient approximativement à une parité du pouvoir d'achat, les fluctuations des taux de change ne peuvent pas avoir d'incidence sur les termes de l'échange ni sur les salaires réels et, par conséquent, ne peuvent pas corriger les déficits extérieurs.”

Les réponses aux chocs par la fixité ou la fluctuation des taux de change ont été testées empiriquement, à l'aide de divers modèles économétriques. Emerson *et al.* (1992) ont utilisé le modèle Quest de la CE. Les résultats indiquent qu'un choc de 5% sur la demande française d'exportation avait une incidence importante sur la production française. Avec une parité fixe du franc, la production chute de 1,3% la première année, pour ne retrouver son niveau de départ que sept ans après. Avec un taux de change flottant du franc, la chute de production initiale n'est que de 0,6% mais la reprise est plus longue. Belke et Gros (1997) évoquent une étude similaire réalisée à l'aide du modèle MultiMod du FMI. La chute de la production due à une baisse de 5% des exportations n'est supérieure que d'un demi point de PIB en cas de taux de change fixe par rapport à un taux de change flottant.

À ce sujet, il est important de savoir si la volatilité des taux de change a, par elle-même, un effet dissuasif sur les échanges, et nuit de ce fait à la prospérité générale. Un solide argument en faveur de l'UEM est que “un marché unique nécessite une monnaie unique”, les risques de change étant l'un des principaux obstacles aux échanges qui subsistent au sein de l'UE. À cela, les réfractaires à l'UEM répliquent qu'il n'existe aucune preuve tangible d'un lien de cause à effet entre la volatilité des taux de change et la diminution des échanges commerciaux, ajoutant qu'il est possible de se prémunir contre les risques de change.

Pour la première question, la preuve empirique est bien évidemment douteuse (voir l'encadré nr.2). Pour la seconde, le comportement réel des marchés boursiers est significatif. Le Professeur Charles Goodhardt (1988) utilise une image pour les décrire “marcher à l'aventure en traînant un boulet”, et déclare que, lorsqu'on explore “un certain nombre d'anomalies énigmatiques”, “le taux de change à terme ne contient virtuellement aucune information sur les futurs taux de change au comptant”.

À l'inverse, des études récentes ont identifié d'autres avantages à la stabilité des taux de change. Aizenman (1993) estime que

“...un régime de taux de change fixes incite davantage aux investissements intérieurs et aux investissements directs étrangers qu'un régime de taux de change flottants; cette conclusion s'applique aussi bien aux chocs réels qu'aux chocs monétaires”.

Aizenman ajoute

“le coût de la volatilité des taux de change risque d'être plus difficile à évaluer que le prétendaient les études précédentes. Certains coûts revêtent la forme d'une diversification excessive de la capacité par le biais des investissements directs étrangers, et ne sont pas nécessairement dus à une chute du volume des échanges internationaux”.

Enfin, d'importants doutes persistent sur la compatibilité ou non des taux de change flottants avec la libéralisation des marchés. Ces doutes ont été exprimés de manière particulièrement explicite à l'occasion de la création du marché unique européen, en particulier la crainte que les pays de l'UE qui ne font pas partie de la zone euro ne s'engagent dans une “dévaluation

compétitive” (voir de Boissieu et Coville 1996). Des craintes semblables existent à l’égard d’une “réévaluation compétitive”. Bordes et Driscoll (1990), par exemple, décrivent comment

“... face à un choc de l’offre à l’échelle européenne, les pays pourraient individuellement tenter de minimiser les effets inflationnistes dans leurs propres pays en augmentant les taux d’intérêt, et, par là-même, les taux de change (prix en devises étrangères d’une unité de la monnaie nationale)... Le recours aux taux de change pour juguler l’inflation risque de conduire à une riposte des partenaires commerciaux et à une spirale déflationniste due à une appréciation compétitive des taux de change”.

Belke et Gross (1997) observent que *toutes* les variations des taux de change, déplacent la demande d’un pays vers un autre pays, produisant systématiquement une réaction du “chacun pour soi”.

Autres régimes de taux de change: leçons tirées d’expériences récentes

Dans les années 60, le monde était loin d’être celui de la libre circulation des capitaux. Le contrôle des changes était de règle, donnant aux gouvernements une arme de défense supplémentaire pour lutter contre les chocs extérieurs et pour maintenir pendant de très longues périodes des taux de change sur- ou sous-évalués.

Ce n’est plus le cas aujourd’hui. Comme le constate Viñals (1996),

“..l’expérience récente laisse supposer que l’utilité d’un taux de change nominal comme instrument d’ajustement macroéconomique dans l’Union européenne n’est pas avérée dans un monde de libre circulation des capitaux, où les marchés de change étrangers sont souvent sujets à des crises spéculatives portées par leur propre dynamique qui écartent pendant de longues périodes les taux de change du niveau suggéré par les fondamentaux.”

L’article de Mundell a été publié en 1961, à l’époque d’un débat sur la nécessité de taux de change fixes ou flottants. Toutefois, non seulement le système de Bretton Woods alors en vigueur, mais aussi les dispositions ultérieures comme le Système monétaire européen (SME) ont adopté une solution intermédiaire: les taux de change étaient “accrochés” mais ajustables.

Le Professeur Alan Walters, ancien conseiller économique de Mme Thatcher lorsqu’elle était Premier Ministre du Royaume-Uni, et qui s’est particulièrement distingué en mettant au point un mécanisme des taux de change (EMS - *Exchange Rate Mechanism*), estime que ces systèmes peuvent s’avérer trop “mitigés”. Lorsqu’ils se combinent avec une garantie d’intervention de la Banque centrale pour soutenir un taux particulier, ils risquent d’orienter les spéculateurs monétaires en faveur d’une position à sens unique.

Encadré nr. 2: La volatilité des taux de change réduit-elle les échanges commerciaux?

De nombreuses études se sont penchées, dans le passé, sur les effets des différents régimes de taux de changes sur les échanges internationaux. Elles ont tenté, en particulier, d'évaluer la relation entre le volume des échanges et les fluctuations des taux de change dans le temps, c'est-à-dire leur volatilité.

Certains problèmes méthodologiques subsistent. Une étude récente de la Commission (1995) constate qu'après l'effondrement du système de Bretton Woods au début des années 1970, la volatilité des taux de change (définie comme les fluctuations au jour le jour ou mois par mois) s'est sensiblement accrue. Toutefois, les tentatives faites pour déterminer les effets sur les échanges commerciaux se sont heurtées à des "problèmes de mesure" et aux changements intervenus sur les marchés financiers, à savoir la mise au point d'instruments de "couverture". Les efforts déployés par la Commission elle-même pour analyser la situation à l'intérieur de l'UE au cours des dernières années ont été "anéantis par un important problème de statistiques": la ventilation des séries statistiques des échanges commerciaux à partir du 1er janvier 1993.

La Commission établit une distinction entre la *volatilité*, qu'elle définit comme des fluctuations fréquentes et à court terme, et le *déséquilibre*, qu'elle définit comme des fluctuations moins fréquentes mais plus persistantes. Certaines études (par exemple, Hooper et Kohlagen, 1978) se sont centrées sur les taux de change *nominaux*, alors que d'autres (par exemple Cushman, 1983) se sont axées sur les taux de change *réels*.

Les études plus anciennes ont généralement utilisé des données d'échanges commerciaux agrégées pour des groupes de produits, alors que des études plus récentes se sont appuyées sur des données désagrégées par secteur industriel et par pays. Une analyse détaillée a mis en évidence les effets possibles des décisions des exportateurs sur le choix de la devise de facturation (Baron, 1973), avec les effets divers de la volatilité sur les risques de change, et par conséquent sur les prix et les volumes. Un exportateur peut fixer des prix dans la devise de l'acheteur, ce qui réduit l'incertitude sur la demande du produit, ou dans sa propre monnaie, ce qui diminue l'incertitude sur la marge bénéficiaire.

*

Théoriquement, l'accroissement de la volatilité des taux de change devrait avoir des effets négatifs sur les volumes d'échanges commerciaux puisqu'il augmente le risque ainsi que les coûts pour s'en protéger. Les transactions internationales impliquent généralement un délai de paiement aux exportateurs, et le risque de change correspondant ne peut être évité que par les marchés à terme. La volatilité se nourrit de l'incertitude accrue sur la relation entre les coûts de production et les produits de la vente, lorsque les deux variables sont exprimées dans la même monnaie. Elle peut également se traduire par une tendance à favoriser la production de biens non échangeables.

Toutefois, les études empiriques ont conduit à des conclusions diverses. Hooper et Kohlagen ont constaté que la volatilité des taux de change nominaux affectait les prix plutôt que les volumes d'échanges. Cushman a constaté le contraire avec la volatilité des taux réels. Akhar et Hilton (1984), en évaluant les échanges commerciaux entre les États-Unis et l'Allemagne, ont mis en évidence que la volatilité avait une incidence sur les volumes d'échanges à la fois directement, et par le biais des variations de prix. Kenen (1986) a également constaté que la volatilité avait des effets négatifs sur les volumes d'échanges.

Cependant, les études réalisées par Gotur (1985), Bailey (1986) et le FMI (1984) n'ont pas réussi à identifier de tels effets. L'étude du FMI fait observer en particulier que les transactions

peuvent être financées de différentes manières, donnant lieu à des incertitudes variables. Les investissements entre pays compliquent également le schéma. L'étude conclut que la volatilité des taux de change est en grande partie déterminée par les fluctuations de la fonction de l'offre et de la demande d'échanges internationaux, eux-mêmes étant le résultat de schémas d'échanges fluctuants. Par conséquent, la volatilité des taux de change doit être considérée comme un effet, et non comme une cause.

Une étude de Paul de Grauwe (1988) a même révélé qu'un accroissement du risque de change pouvait en fait inciter un exportateur à accroître ses activités, en fonction de son niveau de prévention contre ce risque. Toutefois, dans une autre étude sur les effets du système monétaire européen (SME), de Grauwe (1997) indique que les échanges en Europe augmentent plus rapidement lorsque la variabilité des taux de change est faible.

*

Comment réconcilier ces résultats empiriques divers avec l'analyse théorique? Gagnon (1989) propose une explication: les effets de la volatilité des taux de change sont faibles par rapport à d'autres effets macroéconomiques déterminants. À la suite de l'effondrement du système de Bretton Woods, on a assisté à un accroissement de la volatilité des taux de change, mais aussi à un ralentissement des processus d'intégration des échanges et à un déclin général du taux de croissance de la production. L'effet de la volatilité comptait directement pour seulement 1 à 5% dans l'impact sur les volumes d'échanges.

La Commission a également détecté des effets importants sur d'autres variables économiques: par exemple, la confiance du consommateur et de l'industriel et les taux d'intérêt à court terme. Il semble qu'il y ait eu "un impact plutôt fort et divergent sur la croissance dans les pays en phase d'appréciation monétaire par rapport aux pays en phase de dépréciation monétaire".

Les économistes semblent toutefois reconnaître que le *déséquilibre* a des effets négatifs importants sur les volumes d'échanges. Les faits relevés sur deux sous-périodes (1960-69 et 1973-84) montrent que la fluctuation à long terme des taux de change réels contribue au ralentissement de la croissance des échanges commerciaux - environ 20% de ralentissement dans le cas des pays industrialisés (Sapir et Sekkat, 1995).

*

L'impossibilité d'établir un lien statistique significatif entre deux variables économiques ne signifie pas, naturellement, que ce lien n'existe pas. Le problème peut être méthodologique: l'absence de données appropriées ou la difficulté d'isoler les variables.

Par ailleurs, même si les effets favorables sur les échanges n'ont pu être identifiés, la stabilité des taux de change peut avoir d'autres effets positifs, en particulier sur la planification des investissements à long terme et sur la conduite de la politique macro-économique en général. Ce point a été mis en évidence lors de l'audition de la sous-commission monétaire du Parlement européen sur cette question (Parlement européen, 1994).

En théorie, une intervention illimitée triomphera des spéculateurs. Dans la pratique, des interventions de grande ampleur et prolongées peuvent avoir un effet déstabilisateur et notamment augmenter la masse monétaire des pays dont les devises sont utilisées dans le cadre de l'intervention. L'enquête quelque peu acrimonieuse qui a été menée sur les événements du «mercredi noir» de septembre 1992 a clairement montré que la *Bundesbank* n'avait pas voulu risquer le pouvoir d'achat intérieur du D-Mark pour soutenir les parités apparemment surévaluées de la lire et de la livre sterling¹⁰.

La tendance naturelle est de rejeter la responsabilité des crises monétaires sur les "spéculateurs", de même que les opérateurs sur les marchés des changes prétendent, tout comme Milton Friedman (1953), que "d'une manière générale, la spéculation a un effet stabilisateur plutôt que l'inverse". Les administrateurs de caisses de retraite ou les services des changes des entreprises internationales peuvent faire remarquer, avec une certaine légitimité, qu'ils ne font que leur travail et protègent leurs clients et actionnaires d'un risque éventuel. En effet, il est quasiment impossible de dissocier les activités de "spéculateurs" de celles d'opérateurs ordinaires: le chiffre d'affaires total sur les marchés des changes mondiaux dépasse largement les 1000 milliards de dollars *par jour*.

Les événements qui se sont déroulés récemment en Asie du Sud-Est ont illustré les mécanismes qui conduisent à des crises monétaires.

"Lorsque les gouvernements utilisent des taux de change fixes sur une période suffisamment longue, certains investisseurs commencent à s'y fier, d'autres non. Ceux qui y croient vont probablement consulter les taux d'intérêt à l'étranger, constater qu'ils sont souvent bien plus élevés chez eux et décider d'emprunter en devise étrangère et de prêter dans leur pays"¹¹ □

Si l'ancrage à une devise forte échoue, les résultats sont désastreux. Les actifs nationaux ne correspondent plus aux engagements extérieurs des emprunteurs. La devise chute, poussant à la spéculation et rendant le secteur privé insolvable.

La conclusion que l'on peut donc tirer de la crise asiatique est que, dans notre monde moderne, le choix d'un régime de taux de change est limité.

La libre fluctuation des taux de change est toujours possible. De même, qu'à l'opposé, on trouve les *comités monétaires*, dans le cadre desquels la masse monétaire d'un pays est soutenue par le marché des changes, mais qui rendent toute politique monétaire autonome impossible.

Le système de taux de change fixes mais "ajustables" quant à lui, n'est possible qu'en présence de l'une des deux conditions suivantes: un contrôle du mouvement des capitaux ou un *prêteur international en dernier ressort*.

¹⁰ Pour une analyse de ces événements, voir le Rapport 1992 du Comité des gouverneurs des banques centrales (avril 1993), précurseur de l'Institut monétaire européen et de la Banque centrale européenne, ainsi que le rapport de la commission économique, monétaire et de la politique industrielle du Parlement européen (PE 205.217, 1993).

¹¹ Pour une analyse de ces événements, voir le Rapport 1992 du Comité des gouverneurs des banques centrales (avril 1993), précurseur de l'Institut monétaire européen et de la Banque centrale européenne, ainsi que le rapport de la commission économique, monétaire et de la politique industrielle du Parlement européen (PE 205.217, 1993).

Vulnérabilité extérieure

Il y a un autre aspect important dont la théorie classique des zones monétaires optimales (ZMO) ne tient pas tout à fait compte: l'avantage que l'on peut tirer de l'appartenance à une économie relativement autarcique. Comme l'affirme Tavlas (1997):

"Une grande économie, relativement fermée et diversifiée rencontre moins de difficultés à absorber des chocs extérieurs qu'une économie plus petite, plus ouverte et moins diversifiée".

Pour preuve, les effets variables du choc pétrolier des années 70.

"On estime que la hausse du prix du pétrole en 1978-79 a abaissé le revenu national (en pourcentage du PIB) d'1,0% aux États-Unis, de 2,1% en Allemagne et de 4,5% au Japon. On estime que la baisse du prix du pétrole en 1985-86 a, quant à elle, augmenté le revenu national (en pourcentage du PIB) de 0,3% aux États-Unis, de 2,4% en Allemagne et de 2,5% au Japon".

Tavlas conclut que

"Si les quinze États membres de l'UE devaient, en définitive, constituer une zone à monnaie unique, plus de 60% de leur commerce extérieur actuel serait reclassé comme commerce intérieur et l'UEM serait alors une économie bien plus fermée que celle de n'importe lequel de ses membres"

En admettant qu'en définitive les quinze États membres de l'UE adhèrent à l'UEM, la part du PIB faisant l'objet d'échanges passera de 30 à environ 10%. Parallèlement, l'économie de l'UE sera hautement diversifiée et, par conséquent, moins vulnérable en cas de choc dans des secteurs particuliers. Elle sera la plus grande économie au monde et assurera près de 30% de la production mondiale.

Taux de change fixes ou monnaie unique?

Maes (1992) a, en outre, constaté que, dans son étude de 1961 sur les ZMO, Mundell ne faisait pas toujours très clairement la différence entre monnaie unique et taux de change fixes. Ainsi définissait-il une zone monétaire optimale comme "un domaine au sein duquel les taux de change sont fixes". Probablement parce qu'il s'intéressait principalement aux "objectifs macroéconomiques traditionnels: plein emploi, stabilité des prix et balance du commerce extérieur" ainsi qu'à la controverse taux de change flottants/fixes qui existait dans les années 60.

Maes relève toutefois un certain nombre d'avantages offerts par une monnaie unique, mais pas par un système de taux de change fixes.

- **coûts de transaction:** *une monnaie unique supprime les frais de conversion ainsi que la couverture du risque de change. Ces économies... pourraient représenter 0,3 à 0,4% du PIB de la Communauté européenne [cf. Commission européenne (1990)]...;*
- **transparence des prix:** *le prix des biens et des services étant exprimé dans la même monnaie, l'intégration des marchés des biens et des facteurs de production serait renforcée;*
- **crédibilité:** *une monnaie unique assoit d'entrée de jeu la crédibilité d'une union monétaire, puisqu'elle rend très difficile toute sortie de l'union, ce qui est capital lorsque l'on décide d'investir à long terme...;*

- **bénéfices extérieurs**: ce n'est qu'avec une monnaie unique qu'une union monétaire peut conduire à une redéfinition des rôles des devises sur la scène internationale.

Maes fait une autre remarque capitale: "L'intégration monétaire s'inscrit dans un processus d'intégration plus général".

Pelagidis (1996), lui aussi, met l'accent sur ce point:

"Il est impossible de comprendre les efforts consentis par l'Europe en vue d'adopter une monnaie unique en se référant uniquement à l'économie".

Convergence, divergence et diversification

En 1969, P.B. Kenen soulignait l'importance que revêt la diversification des produits à l'heure de tracer le contour d'une zone monétaire optimale. Il estime que:

"la diversité de l'éventail des produits d'un pays... peut se révéler plus pertinente que la mobilité de la main-d'oeuvre".

Plus une région est spécialisée, plus elle devient vulnérable en cas de chocs asymétriques. Une zone où règne une forte spécialisation régionale n'est donc pas appropriée pour devenir une zone à monnaie unique. En revanche, une zone caractérisée par une grande diversité de la production et qui, par conséquent, pourrait également jouir d'une large autarcie, est, elle, appropriée.

A première vue, cela ne contredit en rien l'importance accordée par Mundell et McKinnon à la mobilité des facteurs de production ainsi qu'au libre échange. A condition toutefois que la libre circulation, des biens et des capitaux notamment, ne renforce pas la spécialisation régionale. Dans le cas contraire, la situation est paradoxale: la mobilité des facteurs de production, qui est l'une des conditions pour qu'existe la zone monétaire optimale, va saper une autre de ces conditions, la diversité. Dans le cadre de l'UE, le marché unique peut avoir besoin d'une monnaie unique, mais il peut détruire les conditions permettant à l'UEM d'exister.

Pelagidis (1996) semble persuadé que c'est en effet ce qui va se produire.

"Bien qu'officiellement l'Europe insiste sur l'aptitude de l'UEM à faire converger les structures de production à travers l'Europe, la théorie économique est sans équivoque: plus l'intégration sera avancée, plus la spécialisation des produits sera grande".

Il en veut pour preuve la part variable selon les différents États membres de l'agriculture, de l'industrie et des services dans l'ensemble des emplois ainsi que les grandes différences constatées par Bayoumi et Eichengreen (1992) en matière de chocs selon les pays dits "centraux" et les "pays périphériques" (voir la section suivante).

En examinant les effets possibles de l'UEM sur les marchés du travail, Peters (1995) aborde également cette question. Il observe toutefois que

"La géographie économique est d'ordinaire divisée en deux écoles de pensée... 'L'Ecole de la convergence' prédit une réduction progressive des disparités géographiques, alors que l'Ecole de la divergence' s'attend à les voir s'accroître".

La prédiction de la *convergence* se fonde sur les mécanismes habituels de l'économie classique. S'il existe des différences entre deux régions en matière de salaire ou de rentabilité de l'investissement, elles seront, en définitive, compensées par les échanges commerciaux et/ou les déplacements de main-d'oeuvre et les mouvements des capitaux.

La prédiction de la *divergence* modifie le modèle classique en introduisant des facteurs tels que les économies d'échelle. Ainsi des économies externes positives peuvent-elles être réalisées grâce à l'agglomération: la concentration de fournisseurs spécialisés, une main-d'oeuvre hautement qualifiée, des retombées de savoir-faire d'entreprises avoisinantes, la proximité avec les consommateurs. En outre,

"les agglomérations ou pôles de croissance tendront à s'auto-renforcer et, par conséquent, à accentuer les disparités régionales" (Peters, 1995).

Des données empiriques prouvent que ce mécanisme vaut tout particulièrement pour les industries de haute technologie, telles que celles qui sont implantées dans la "Silicon Valley" en Californie ou à Cambridge, son équivalent miniature au Royaume-Uni, ce qui tendrait à cautionner l'idée que la spécialisation régionale va se renforcer. De manière plus générale, l'émergence d'un "triangle d'or" européen entre la vallée du Pô et Londres a été mentionnée, à un moment donné, pour confirmer la thèse de la divergence.

Toutefois, les expériences théoriques et pratiques suggèrent que l'agglomération a également des effets induits négatifs: embouteillages, pénuries de main-d'oeuvre, hausse des coûts de la main-d'oeuvre, frais de transport élevés, pollution et dégradation générale de l'environnement. Tous ces effets vont de toute façon freiner la croissance des agglomérations. Les régions moins développées, en revanche, sont particulièrement attrayantes pour les industries de haute technologie ou non: faible prix des terrains, sites vierges, coûts de la main-d'oeuvre compétitifs et cadre de travail et de vie agréable. Un bon exemple: la Côte ouest irlandaise, jadis purement rurale, où s'est récemment installée une industrie informatique, contredisant ainsi toutes les théories sur la spécialisation régionale permanente.

- Quant à savoir si ce sont les facteurs convergents ou divergents qui prédominent, il semblerait en effet qu'il s'agisse d'une question de subtil équilibre (voir l'encadré nr. 3: "Convergence ou divergence? L'analyse de P. Krugman"). Intégrer un marché unique peut, pour une région, avoir un effet négatif, positif ou neutre. Peters attire l'attention sur un "effet de seuil", qui

"suppose un niveau minimum... d'activité économique pour qu'une région puisse rattraper son retard économique. Si l'activité économique n'atteint jamais ou descend au-dessous de ce seuil, après la fermeture d'une grande aciérie par exemple, il est possible que la région ne puisse s'en remettre...."

D'autre part, il observe que l'avènement du marché unique ne semble pas, jusqu'à présent, avoir eu l'effet prédit par la théorie:

"En terme de PIB par habitant, la plupart des pays de l'UE accusant un certain retard ont pu le rattraper dans une large mesure".

Enfin, l'analyse régionale du chômage menée par Obstfeld et Peri (1998) révèle que les régions des États membres de l'UE connaissant un fort taux de chômage sont restées les mêmes au fil du temps.

Peters conclut que

"... la théorie sur le commerce international et la géographie économique donne des raisons qui expliquent à la fois la convergence et la divergence entre régions. Les observations empiriques donnent, elles aussi, des résultats ambigus..."

Il va sans dire qu'en général la concentration ou la dispersion de l'activité économique entre régions n'est pas identique au degré de spécialisation régionale. Les principes de la division

du travail et de l'avantage comparatif pourraient, en effet, laisser supposer que c'est grâce à la spécialisation que les régions pourront rattraper le retard qu'elles ont accumulé.

L'exemple des industries de haute technologie révèle toutefois que l'ambiguïté concernant la concentration vaut également pour la spécialisation et que certaines industries et entreprises doivent faire les mêmes choix à la marge que l'industrie en général.

En outre, dans la réalité, il est rare que ces choix soient faits sur la base de la théorie économique pure. Des facteurs institutionnels, et notamment l'environnement fiscal, peuvent souvent se révéler décisifs. La récente initiative prise par la Commission en vue de limiter la "concurrence fiscale déloyale" au sein du marché unique le prouve, de même que le débat qui s'en est suivi sur le rôle joué par les régimes fiscaux au niveau de l'implantation industrielle.

Prises sur plusieurs années, les statistiques de l'emploi par secteur prouvent également le contraire de ce qu'affirme Pelagidis (1996). L'intégration commerciale, qui s'est effectuée depuis la publication du programme du marché unique en 1985, jusqu'à son achèvement pratique vers le milieu des années 90, semble *réduire* et non augmenter la spécialisation.

Le tableau nr.1 présente les chiffres de l'emploi dans l'agriculture pour la période 1986-1996. Il montre qu'outre la diminution constante du pourcentage des emplois dans l'agriculture au sein de l'UE, il y a convergence continue des pourcentages dans les différents États membres, comme l'indique la baisse de l'écart-type.

Le tableau nr. 2 donne les chiffres concernant l'emploi dans l'industrie. On remarque une grande similitude de structure au sein de l'UE, comme le montre le faible écart-type, mais aussi la faible évolution de l'écart au cours de cette période.

Le tableau nr. 3 concerne l'emploi dans le secteur des services. Le schéma est ici le même que pour l'agriculture (bien que le nombre des emplois ait augmenté et non diminué), à savoir une convergence régulière des pourcentages dans les différents États membres.

Un même schéma ressort de tous ces chiffres sur l'emploi: un transfert de l'agriculture vers l'industrie, ainsi que de l'industrie vers les services. En raison du passage relativement soudain de l'industrie aux services au début des années 90 au Luxembourg, une fois encore l'on constate un phénomène de convergence plutôt que de divergence, le passage aux services étant d'autant plus marqué en Allemagne, en Grèce, en Espagne et au Portugal, que, dans ces pays, ce secteur était relativement peu important au début de la période.

Naturellement, cette analyse ne se fonde que sur les trois grandes catégories utilisées par Pelagidis: l'agriculture, l'industrie et les services. Une ventilation par secteur plus détaillée pourrait mettre en évidence certaines tendances contraires, allant dans le sens de la spécialisation. Néanmoins, les grandes conclusions que l'on peut tirer indiquent que le marché unique n'a pas, jusqu'à présent, créé d'obstacle majeur à l'UEM, contrairement à ce qu'avait prédit Kenen.

Tableau 1 : Emplois dans l'agriculture en % du total (UE 12)

	B	DK	D	GR	E	F	IRL	I	L	NL	P	UK	Ecart-type
1986	3,2	6,0	5,0	28,5	16,2	7,6	16,1	10,5	3,8	5,1	21,5	2,2	8,3
1991	2,6	5,4	3,2	20,7	10,4	5,6	13,7	8,3	3,2	4,5	17,3	2,2	6,2
1996	2,7	3,9	2,9	20,3	8,6	4,8	11,2	6,7	2,6	3,8	12,2	2,0	5,5

Tableau 2 : Emplois dans l'industrie en % du total (UE 12)

	B	DK	D	GR	E	F	IRL	I	L	NL	P	UK	Ecart-type
1986	32,0	28,7	40,3	26,2	31,8	31,3	29,7	33,2	30,0	26,8	33,9	34,0	3,8
1991	27,9	26,0	38,6	27,2	32,3	28,8	28,6	31,5	30,1	25,2	33,2	27,9	3,7
1996	27,6	26,4	35,3	22,9	29,4	26,5	27,3	32,2	22,9	23,2	31,3	27,4	3,8

Tableau 3 : Emplois dans les services en % du total (UE 12)

	B	DK	D	GR	E	F	IRL	I	L	NL	P	UK	Ecart-type
1986	64,8	65,3	54,7	45,3	52,0	61,1	54,2	56,4	66,2	68,1	44,5	63,8	8,1
1991	69,5	68,6	58,2	52,2	57,3	65,6	57,3	60,1	66,7	70,2	49,4	69,9	7,3
1996	69,6	69,7	61,8	56,8	62,0	68,6	61,4	61,1	74,4	73,1	56,5	70,6	6,2

Encadré nr. 3: convergence ou divergence? L'analyse de P. Krugman

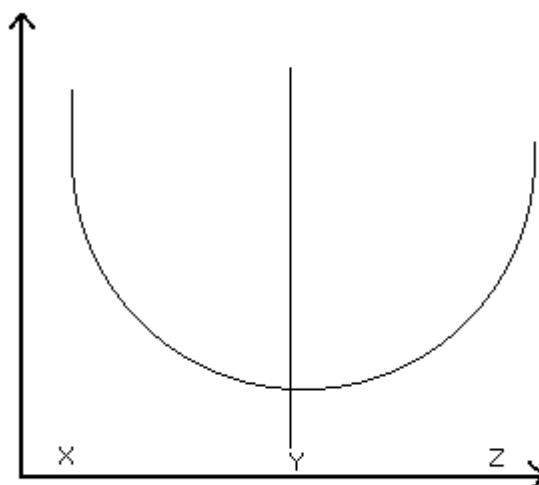
P. Krugman (1991) a examiné, de façon théorique, ce qui se passe lors de l'intégration de deux économies, à l'origine isolées, au niveau notamment des coûts de transaction et de transport.

La première de ces deux économies - un grand pays "central", C - se caractérise par des coûts de production élevés dans un secteur donné, mais aussi par de faibles coûts de distribution, la plupart des marchés étant intérieurs.

La deuxième économie - un petit pays "périphérique", P - se caractérise par de faibles coûts de production dans ce même secteur, mais aussi par les coûts de transport et de transaction engagés pour approvisionner les clients du pays C.

L'on suppose qu'à la suite de l'intégration et, par là même, de la réduction des droits de douane ainsi que des autres barrières douanières, la totalité de la production dans le secteur en question aura tendance à se faire dans le pays où, au total, les coûts étaient les moins élevés. Les avantages géographiques relatifs sont déterminés par une modification du rapport coûts commerciaux (droits de douane, transport et coûts de transaction) / coûts de production. La figure nr. 3 illustre la situation du pays P. Si les coûts commerciaux restent élevés (Z), C et P continueront tous deux à produire pour leur propre marché. Si les coûts commerciaux diminuent considérablement (X), la production pour les marchés du pays C se délocalisera dans le pays P. Mais si la baisse des coûts est modeste, la totalité de la production se délocalisera dans le pays C.

Graphique 3 : Avantage géographique du pays P



Le résultat: une courbe en forme de U. Le pays P sortirait perdant de l'intégration économique, à moins que le ratio des coûts commerciaux demeure identique ou baisse considérablement.

Optimalité ou viabilité

La remarque de Maes concernant la fascination qu'exerce le terme "optimal" sur les économistes était peut-être teintée d'ironie, mais elle n'en est pas moins judicieuse. Comme l'observe Cesarano (1985 et 1992):

"une zone monétaire peut être viable sans pour autant être optimale..."

Dans son étude de 1961, Mundell ne se demandait pas tant, en effet, si des zones monétaires spécifiques (les États-Unis et le Canada dans le cas précis) étaient *optimales*, que si un autre arrangement aurait été préférable. Partant, tout comme Mundell, du principe que la zone monétaire idéale était le monde, Obstfeld (1985) estimait qu'il valait peut-être mieux considérer la théorie des zones monétaires optimales (ZMO) comme un *opis-aller*".

"Dans un monde ne connaissant pas de problème de stabilisation macroéconomique ni de coûts d'ajustement, la commodité informationnelle offerte par des taux de change fixes... serait un argument décisif contre des taux flottants".

Les expériences faites par l'économie américaine au début des années 80 avaient également illustré "l'inconvénient majeur qu'il y a à appliquer l'idée de la zone monétaire optimale aux zones monétaires actuelles". La hausse de la valeur internationale du dollar avait "inégalement réparti la demande entre les secteurs de l'économie américaine, lésant par là même l'agriculture ainsi que certaines industries de transformation". Les chocs avaient eu des conséquences différentes sur les secteurs entre lesquels les facteurs de production étaient, temporairement du moins, immobiles. Cela signifiait-il que les États-Unis ne méritaient pas d'être une zone monétaire optimale?

D'autres études sont parvenues à des conclusions tout aussi incertaines concernant l'UEM. Si d'aucuns, Currie, Levine et Pearlman 1996 par exemple, pensent qu'il est probable que la zone euro se comporte moins bien face aux chocs asymétriques que les autres régimes monétaires qui n'y participent pas, d'autres, tels que Melitz, 1995, concluent que la question des chocs asymétriques a pris une "importance exagérée".

Dans une étude comparative des chocs dûs à l'offre en Allemagne et en Europe, Funke (1996) note qu'il est difficile "de déterminer la véritable nature des chocs subis" et observe, à propos du document de Melitz, que "l'hypothèse chocs symétriques contre chocs asymétriques n'est pas très opérationnelle et ne peut être aisément testée". (Funke, note de bas de page nr. 2)

Si l'on reprend la terminologie de Cesarano, la question qui se trouve au coeur de cette étude n'est donc pas de savoir si l'UE est une zone monétaire *optimale*, mais si elle est une zone monétaire *viable*.

IV. L'UEM est-elle viable?

Au cours des années qui ont précédé le traité de Maastricht et le calendrier détaillé de l'UEM, de nombreuses études ont été publiées, toutes portant quasiment le même titre : "L'Europe est-elle une zone monétaire optimale?" (Bordes et Driscoll (1990), Eichengreen (1991), De Grauwe et Vanhaverbeke (1993), Caporale (1993)). D'une manière générale, ces études consistaient en une évaluation des données disponibles à la lumière de la théorie des zones monétaires optimales (ZMO).

Les résultats des travaux de recherche de Bayoumi et Eichengreen (1992 et 1994) ont permis de faire encore avancer le débat. D'après eux, un "bloc Europe du Nord (l'Autriche, la Belgique, le Danemark, la France, l'Allemagne, les Pays-Bas et peut-être la Suisse)" fait face, en général, à des chocs similaires (c'est-à-dire symétriques). Cela les a conduit à cautionner la création d'une UEM à "deux vitesses". De la même façon, Von Hagen et Neumann (1992) ont repéré, au sein de la Communauté européenne, des différences de taux de change réels, qu'ils ont attribuées à des asymétries dues à des chocs réels et non à une coordination monétaire imparfaite. Eux aussi ont donc appuyé une UEM "à deux vitesses". En 1996 encore, Funke prédisait un peu brutalement:

"l'on doit présumer que l'UEM, lorsqu'elle verra le jour, ne pourra englober tous les États membres. L'Europe à vitesses multiples qui en résultera sera peut-être discutable pour des raisons politiques, mais il n'y a pas d'autre solution si l'on ne veut pas que la naissance de l'union monétaire soit reportée indéfiniment".

Toutefois, d'aucuns, dont Viñals (1996), n'ont pas constaté "de distinction très nette entre les pays centraux" et les "pays périphériques" (cf. ci-dessous "La controverse sur les deux vitesses"). Les différentes méthodologies utilisées pour déterminer la symétrie ou l'asymétrie des chocs en Europe ont montré combien il est difficile de parvenir à des conclusions définitives. Les études fondées sur la variabilité des taux de change réels, des indices des prix à la consommation, des coûts unitaires de la main-d'oeuvre ainsi que des prix réels des actions ont donné des résultats variables [voir Caporale (1990)]. D'après Cohen et Wyplosz (1989), il existait un lien entre les asymétries et les chocs transitoires, d'une part et les symétries et les chocs permanents d'autre part (la symétrie étant prédominante dans le cas de la France et l'Allemagne). Weber (1990) a, quant à lui, constaté que les salaires réels et les taux de chômage étaient dominés par les chocs asymétriques mais que les chocs symétriques déterminaient en grande partie l'inflation. Dans son analyse, Caporale a eu recours aux fluctuations du PIB. Les résultats ont montré que "les chocs asymétriques expliquaient un large pourcentage des fluctuations du PIB dans la Communauté européenne", bien qu'établir ce type de corrélation ait paru quelque peu hasardeux¹².

¹² "La valeur des coefficients de corrélation varie selon les pays, l'Allemagne affichant quelques-uns des coefficients les plus élevés. Dans la plupart des cas, la corrélation est positive, mais il semble que la corrélation soit négative entre les chocs subis par l'économie belge et les fluctuations dans les pays du Sud ainsi que, curieusement, les chocs subis par l'économie allemande. A noter également qu'en France et en Italie, les chocs vont dans des directions opposées et que, bien souvent, ils ne sont pas en corrélation avec les chocs subis par l'économie en Allemagne et au Royaume-Uni. A l'inverse, les chocs subis par le Royaume-Uni et la France sont étroitement liés à ceux subis par l'Allemagne. Les troubles aux Pays-Bas, quant à eux, ne semblent pas refléter exactement les chocs subis par l'économie allemande, en raison, peut-être, de la place de l'énergie dans la production néerlandaise. Dans l'ensemble, les fluctuations que connaissent les autres pays et notamment les pays méditerranéens sont moins liées aux fluctuations dans les trois pays "centraux", bien que les corrélations entre l'Allemagne et le Danemark, la France et l'Espagne, et le Royaume-Uni et la Belgique soient assez élevées".

Contrairement à Bayoumi et Eichengreen, Caporale n'a rien trouvé "de concluant prouvant l'existence d'un centre" et d'une périphérie". Les résultats "ne laissent pas entendre que l'UEM n'est pas réalisable", bien que son fonctionnement puisse se révéler "plutôt difficile".

Bayoumi et Prasad (1995) ont désagrégé les chocs sur la croissance de la production qui se sont produits au sein de l'UE et aux États-Unis en composantes UE/États-Unis, pays/État américain et secteurs. Ils ont ainsi constaté que l'importance relative des différentes composantes était approximativement la même dans les deux régions. De la même façon, Viñals et Jimeno (1995) ont désagrégé les taux de chômage de l'UE en composantes européenne, nationale et régionale et en ont conclu que

"30% à peine de la variation des taux de chômage nationaux et seulement 20% de la variation des taux de chômage régionaux s'expliquent sur le court terme (2 ans) par la composante nationale".

Cycles économiques et mécanismes de transmission

Christodoulakis, Dimelis et Kollintzas (1994) ont examiné la question cruciale des cycles économiques et se sont demandés: "si les réponses aux chocs apportées par les économies prenant part au processus d'intégration sont similaires et synchrones ou si l'intensité, la durée et la chronologie de leurs cycles économiques diffèrent". Ils ont constaté qu'à bien des égards, les différentes économies de l'UE ont des réponses similaires, "même si leurs économies sont frappées par des chocs différents".

"Nous avons constaté que le PIB, la consommation, l'investissement, les prix et, dans une moindre mesure, les exportations nettes ont un comportement assez similaire, alors que celui des marchés publics, des capitaux et des termes de l'échange varie considérablement selon les pays. Ces résultats peuvent laisser entendre que seules les variables sous le contrôle direct des gouvernements se comportent différemment". Ils sont, par conséquent, arrivés à la conclusion que

"le processus d'intégration européenne dans le cadre d'institutions et de politiques uniformes ne devrait pas poser de difficultés au niveau du cycle économique".

Autre question étudiée par Dornbusch, Favero et Giavazzi (1998): dans quelle mesure l'asymétrie peut-elle être due à des différences dans la façon de transmettre aux marchés les décisions de politique monétaire? Ils attirent l'attention sur un certain nombre d'études réalisées précédemment sur la base de modèles différents. Ainsi, un projet organisé en 1995 par la Banque des règlements internationaux (BRI) avait pour objectif de déceler les différences existant entre les pays en matière d'efficacité de la politique monétaire et de voir si elles pouvaient être dues à des structures financières différentes. Les résultats de ce projet ont été contradictoires.

Leurs propres travaux de recherche ont toutefois révélé que des politiques monétaires similaires avaient bel et bien des effets différents selon les pays: décalage dans le temps et incidence sur la production.

"Les faits empiriques... montrent que l'impact d'un changement des taux d'intérêt dans toute l'UE sur l'activité réelle se développe dans l'ordre suivant: c'est en Italie et en Suède qu'il est le plus marqué. En France et au Royaume-Uni il est plus faible, et c'est en Allemagne et en Espagne qu'il est le moins marqué".

Ils se sont également rendu compte que ces asymétries pouvaient être attribuées à des structures financières différentes:

"Les effets du resserrement de la masse monétaire dans des pays tels que la France et l'Allemagne, caractérisés par un système financier centré sur les banques, sont systématiquement plus faibles qu'au Royaume-Uni, où les marchés des capitaux jouent un rôle essentiel dans le financement de l'industrie".

Selon le rôle joué par les banques et la concurrence qui règne entre elles, l'on a pu noter des "différences importantes au niveau de l'envergure et notamment de la chronologie de la réponse des taux de base bancaires à un changement de taux d'intérêt contrôlé par la banque centrale". L'ajustement a été "instantané et complet" au Royaume-Uni.

Leurs propres conclusions avaient confirmé celles du FMI (1996), qui estimait qu'"une hausse politique du taux de 100 points de base entraîne une hausse des taux de 45 points de base en Allemagne, de 51 en France et de 73 en Italie".

A noter également de grandes différences dans la structure de la dette.

"Dans les pays du Nord, et notamment au Royaume-Uni et en Suède, l'endettement des consommateurs est fréquent et les ménages ont d'importants engagements financiers. En Europe du Sud, le crédit à la consommation est sous-développé... Dans les pays fortement endettés, tels que la Belgique, les Pays-Bas et l'Italie, "la nécessité de financer d'importants déficits budgétaires a entravé la croissance de l'industrie du crédit à la consommation".

En outre,

"... la part des prêts bancaires à taux court ou ajustable varie beaucoup à travers l'Europe, en partie selon le passé des différents pays en matière d'inflation".

Par conséquent, "un resserrement de la masse monétaire par la BCE conduira à une répartition inégale des manques à produire à travers l'union monétaire". L'Allemagne notamment serait "en partie protégée des effets "un resserrement monétaire".

Toutefois, Dornbusch, Favero et Giavazzi, soulèvent ensuite une question cruciale: ces asymétries vont-elles persister "après le démarrage de l'Union monétaire"? D'après eux,

"l'introduction de l'euro va intensifier la libéralisation déjà en cours ainsi que l'innovation, mais va également révolutionner la structure financière de l'Europe".

Les banques qui, jusqu'ici, s'étaient reposées sur des "clients captifs",

"devront faire face à une concurrence plus rude qu'elle l'avaient jamais imaginé... Les fusions sur une grande échelle seront inévitables".

Tout quasiment dépendrait de la vitesse de développement des marchés financiers d'obligations par exemple au sein de l'UE. Des changements de politique générale et de fiscalité permettraient également de faire passer les hypothèques ou les autres types de créance de taux d'intérêt variables à des taux fixes et d'encourager les entreprises à passer d'un financement par l'emprunt bancaire à un financement par fonds propres.

Taux d'intérêt, prix des actifs et inflation

L'un des effets immédiats de l'UEM est la fixation des taux d'intérêt à court terme par une seule et unique structure, le Système européen de banques centrales (SEBC), alors qu'ils étaient, auparavant, fixés séparément par les banques centrales nationales. Bien qu'il y ait eu une convergence préalable, l'on est parti des taux nationaux qui, début 1998, étaient éloignés.

Cela semblerait indiquer que, tout au moins durant la phase initiale de l'UEM, le taux de l'euro ne doit pas être optimal pour certaines parties de la zone.

Les taux seront soit trop élevés par rapport à ce qu'ils devraient être dans des pays tels que l'Allemagne et la France, donnant ainsi à la zone euro toute entière une tendance déflationniste, soit trop bas pour des pays tels que l'Espagne et l'Irlande, conduisant à une surchauffe de l'économie ainsi qu'à un cycle "essor-récession". C'est l'argument qui est avancé notamment par tous ceux qui s'opposent à ce que le Royaume-Uni adhère, dans l'immédiat, à la zone euro (cf. Eltis 1998).

Selon de Grauwe (1998), deux facteurs confortent l'hypothèse du second scénario: le fait, tout d'abord, que "le volume des fonds circulant dans la zone euro va faire un pas de géant" et le fait, ensuite, que, dans ce contexte, "l'environnement réglementaire et institutionnel ne sera pas adapté. Un contrôle prudentiel sera toujours effectué à l'échelon national". Sur ce dernier point, l'on se demande toutefois si une surveillance centralisée constituerait une amélioration (voir, par exemple, Lannoo 1998).

D'autres, toutefois, estiment que ces craintes de voir alterner des phases d'essor et de récession ont été exagérées. Ainsi, Barbieri (1998) attire l'attention sur des simulations menées par la Banque d'Italie, qui révèlent que les risques de surchauffe de l'économie à la suite des baisses de taux d'intérêt ne sont que limités et que les avantages compensatoires l'emportent. Dans le cadre de l'UEM,

"pour chaque baisse des taux d'intérêt de 100 points de base (sur deux ans), le PIB réel augmente de 0,31% la seconde année et de 0,24% la troisième année. La consommation des ménages n'augmente que modestement (0,12% la troisième année), alors que la réponse des investissements est forte (1,8%). Et la hausse de l'inflation n'est que de 0,09%".

Cette réaction de la consommation des ménages - somme toute modeste par rapport à celle de l'investissement - à une baisse des taux d'intérêt était, en partie, due au fait que les ménages italiens détenaient de nombreux actifs financiers sous la forme d'effets à court terme et de bons à taux flottant. Il en allait de même pour l'Espagne.

"La baisse des taux va, par conséquent, réduire le revenu de ces dépôts et contrebalancer ainsi les effets "de patrimoine" positifs dus à la chute des taux d'intérêt".

Barbieri constate également qu'un certain nombre d'autres facteurs tendront à juguler toute surchauffe de l'économie dans les pays dits "périphériques": l'intensification de la concurrence, qui fera pression sur les marges, la poursuite des restrictions budgétaires ainsi que des politiques officielles visant à limiter la hausse des salaires.

Cette analyse ne va toutefois pas suffire à rassurer ceux qui, comme de Grauwe, redoutent une explosion du prix des actifs, grâce à une plus grande mobilité des capitaux ainsi qu'à la disparition du risque de change au sein de l'UEM. En Irlande, les baisses régulières des taux d'intérêt et la perspective de les voir se poursuivre, sont, en effet, allées de pair avec une hausse rapide des prix de l'immobilier. Il est quasiment certain qu'au Royaume-Uni, une baisse similaire des taux d'intérêt à court terme, qui passeraient d'environ 7,5% à environ 4%, donnerait également lieu à une montée en flèche des prix de l'immobilier et pourrait faire se répéter les événements économiques qui se sont produits à la fin des années 1980 et au début des années 1990. Lorsque l'immobilier constitue une large part des actifs des ménages, comme cela est le cas au Royaume-Uni, l'effet de patrimoine dû aux baisses des taux d'intérêt se répercute rapidement sur la consommation.

L'on peut néanmoins considérer le problème rencontré par le Royaume-Uni, et également par l'Irlande, principalement comme un problème de transition. Comme cela a déjà été noté, les taux d'intérêt élevés au Royaume-Uni ainsi que la préférence accordée aux hypothèques à taux flottant reflètent les prévisions inflationnistes faites sur la base de l'expérience. Adhérer à l'UEM enfermerait le Royaume-Uni dans une zone euro dont la perspective générale est faiblement inflationniste et où les prises des actifs se stabiliseront, une fois que l'effet de la baisse initiale des taux d'intérêt se sera fait sentir.

La controverse sur les "deux vitesses" et la convergence réelle

Quant à savoir s'il faut ou non une UEM "à deux vitesses", avec un centre, constitué d'un "bloc D-Mark" et une périphérie, la question ne se pose plus. Les décisions prises en mai 1998 ont, il est vrai, donné naissance à une UEM ne comptant que onze États membres. Mais si l'on s'en tient à une analyse purement économique, deux pays, le Danemark et la Suède, auraient très bien pu faire partie des pays "centraux". Comme à l'ordinaire, la position du Royaume-Uni est, quant à elle, équivoque.

Le débat qui a suivi la publication des études de Bayoumi/Eichengreen est néanmoins très instructif. En s'interrogeant sur leur conclusion relative aux "deux vitesses", Viñals a constaté que certains des chocs observés spécifiques au pays (c'est-à-dire asymétriques) étaient dus à "une mauvaise coordination des politiques monétaires nationales, à un effet de substitution des monnaies et des mouvements de taux de change". Toutefois, les pays dits "centraux" avaient, au fil des ans, conservé des liens de politique monétaire et de taux de change étroits. Il n'était donc pas surprenant que des études historiques aient constaté des asymétries moins marquées.

Avec l'UEM les imperfections en matière de coordination de la politique monétaire et des taux de change "disparaîtraient instantanément". Les asymétries qui affectent les pays périphériques participant devraient alors correspondre à celles des pays auparavant dits centraux. Il va sans dire que cette analyse s'inscrit dans un contexte bien connu: la querelle qui, dans les années 60 et 70, a divisé "économistes" et "monétaristes". Qui sortira en premier, la poule de la convergence économique ou l'oeuf de l'union monétaire?¹³

Le traité de Maastricht est, en effet, un compromis entre les deux: il concède aux économistes une convergence nominale préalable et, aux monétaristes, une politique monétaire centralisée, entre les mains d'une banque centrale indépendante. La question de la convergence *réelle* n'est, quant à elle, pas tranchée, bien que l'objectif soit clairement formulé: il s'agit d'une "Union économique et monétaire. Le fait que beaucoup pensent qu'"UEM" signifie "Union européenne et monétaire" est d'ailleurs significatif.

Se demander si les asymétries vont automatiquement diminuer au sein de la zone euro et, dans ce cas, dans quelle mesure, revient, par conséquent, à formuler différemment les questions que l'on se posait dans le passé: l'union monétaire va-t-elle inévitablement conduire à une union économique? D'autres mesures constructives sont-elles nécessaires?

¹³ Voir le "Rapport Werner" de 1970: *Rapport au Conseil et à la Commission concernant la réalisation par étapes de l'Union économique et monétaire dans la Communauté*, ainsi que le "Rapport Delors" de 1989: *Rapport sur l'Union économique et monétaire dans la Communauté européenne*.

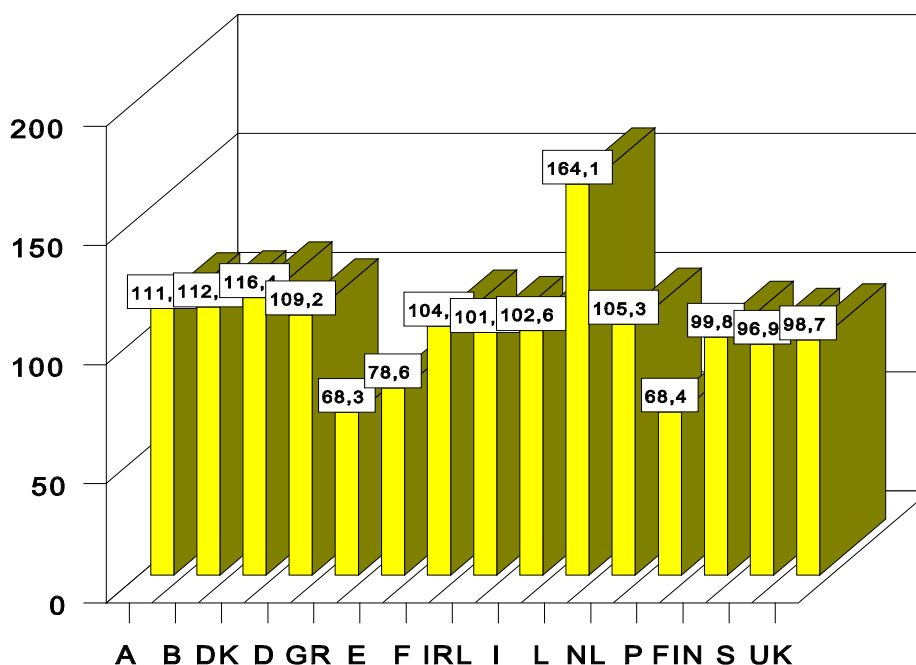
Disparités nationales et régionales

En 1993, quatre États membres - l'Espagne, le Portugal, la Grèce et l'Irlande - affichaient un PIB par habitant inférieur à 90% de la moyenne communautaire (et pouvaient donc bénéficier de l'intervention du Fonds de cohésion).

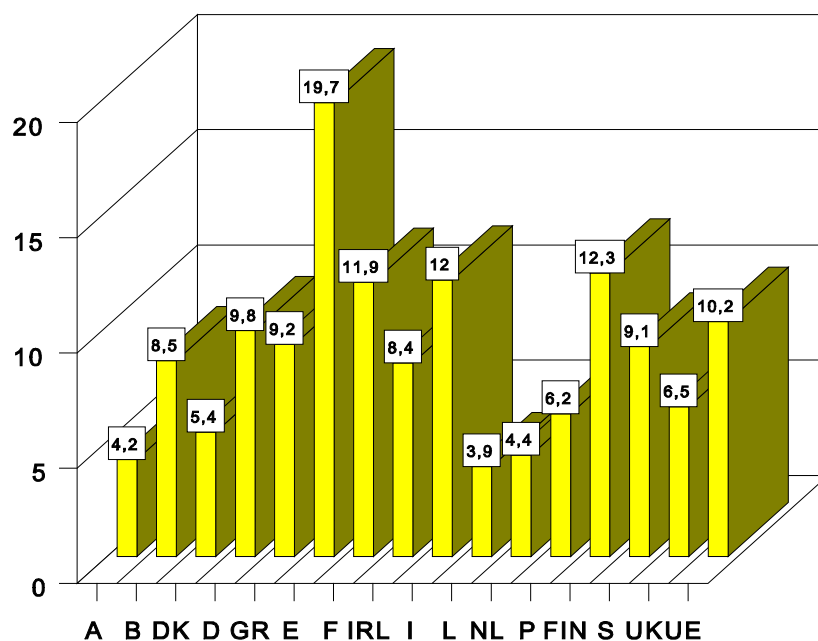
Toutefois, avant même la création du Fonds, la position relative de ces économies était déjà en voie d'amélioration. Entre 1983 et 1993, le PIB par habitant de ces pays est passé des deux-tiers aux trois-quarts de la moyenne communautaire. Et depuis lors, cette tendance s'est poursuivie, bien que de manière inégale. Ainsi, l'Irlande a-t-elle nettement amélioré sa position grâce à un très fort taux de croissance économique, atteignant 90% de la moyenne communautaire en 1995 et approchant la moyenne en 1998. La Grèce et le Portugal, en revanche, viennent seulement d'atteindre la moitié du chiffre en écus et les deux-tiers en terme de pouvoir d'achat (voir le graphique nr. 4).

A l'opposé se trouvent quatre États membres dont le PIB par habitant (mesuré en terme de parité du pouvoir d'achat) dépasse de plus de 10% la moyenne communautaire: l'Autriche, la Belgique, le Danemark et le Luxembourg. L'Allemagne, la France, l'Irlande, l'Italie et les Pays-Bas dépassent également cette moyenne. Le Royaume-Uni, la Suède et la Finlande se trouvent très légèrement en deçà. Il y a donc, entre l'État membre le plus riche, le Luxembourg, et l'État membre le plus pauvre, la Grèce, un écart de quelque 95 points de pourcentage par rapport à la moyenne. En écus, le PIB par habitant est trois fois plus élevé au Luxembourg qu'en Grèce.

**Graphique 4 : PIB relatif par habitant dans les États membres de l'UE, 1998
(PPA; UE = 100)**



Source: Economie européenne nr. 65, 1998

Graphique 5 : Taux de chômage dans les États membres de l'UE (%), 1998

Source: Economie européenne nr. 65, 1998

La situation est plus différenciée en matière de chômage et n'est pas totalement en corrélation avec la croissance du PIB ni avec le PIB par habitant. Ainsi l'Irlande qui, depuis plusieurs années, connaît la croissance économique la plus rapide au sein de l'UE, affiche-t-elle un taux de chômage supérieur à la moyenne européenne. L'Espagne, dont le taux de croissance économique vient tout juste après celui de l'Irlande, a le taux de chômage le plus élevé de l'UE, le *double* de la moyenne. Le Portugal, en revanche, a connu une croissance économique semblable à celle de l'Espagne, mais son taux de chômage n'atteint que la *moitié* de la moyenne.

Des disparités analogues peuvent être observées entre les États membres les plus riches de l'UE. Ainsi le taux de chômage est-il supérieur à 10% en France et en Allemagne, alors qu'il n'est que de 5 à 6% au Danemark, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. Si l'on peut, en partie, expliquer cette situation par des facteurs conjoncturels (dans le cas du Royaume-Uni par exemple), les différences structurelles qui existent semblent plus significatives encore (dans le cas du Danemark et des Pays-Bas notamment).

Disparités entre régions

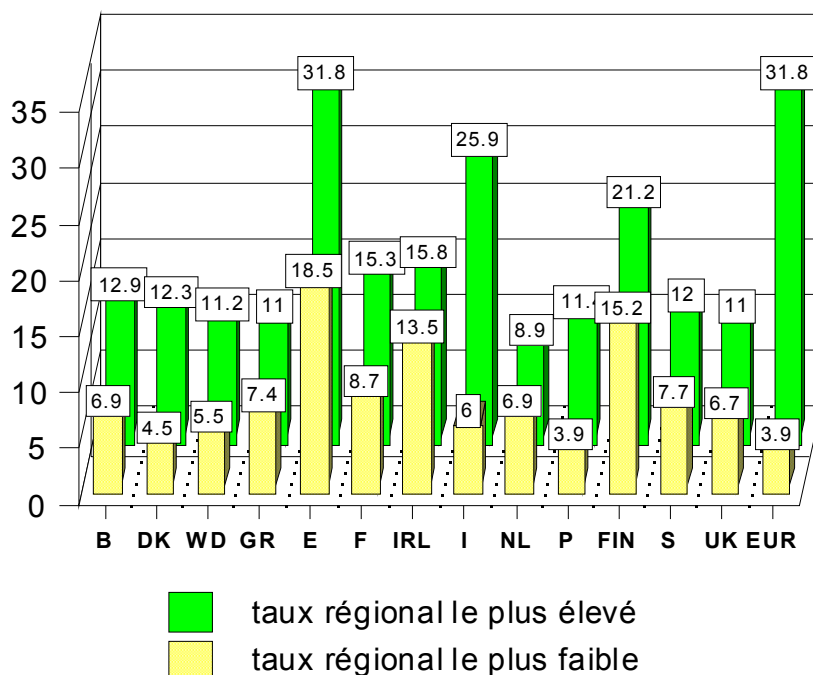
Les statistiques nationales donnent toutefois une image très trompeuse du degré de convergence des niveaux de vie au sein de l'UE. Lorsque les statistiques sont agrégées au niveau régional et non pas national, trois faits ressortent très clairement:

- ◆ Les disparités qui existent entre les différentes régions *au sein* des États membres sont bien plus grandes que celles qui existent entre les États membres eux-mêmes. Ainsi, dans les régions du Nord de l'Italie, le PIB par habitant se situe-t-il entre 120 et 130% de la

moyenne communautaire, alors qu'il oscille entre 60 et 90% seulement dans les régions du Sud.

- ◆ Les différences de niveau de vie sont également plus marquées entre les régions les plus pauvres et les plus riches de l'UE considérée dans son ensemble qu'entre les États membres. Le Land le plus riche d'Allemagne, Hambourg, affiche en effet un PIB par habitant quatre fois plus élevé que celui de la région la plus pauvre du Portugal, Alentejo. Le taux de chômage est supérieur à 25% dans les dix régions les plus pauvres, alors qu'il est inférieur à 4% dans les dix régions les plus prospères.
- ◆ Bien qu'il y ait, bien entendu, eu une amélioration du niveau de vie dans toutes les régions, il apparaît également qu'il n'y a pas eu de convergence. Entre 1983 et 1993, le PIB par habitant des 25 régions les plus riches a augmenté d'environ 140% par rapport à la moyenne communautaire. Celui des régions les plus pauvres n'a, quant à lui, augmenté que d'un peu plus de 50% par rapport à la moyenne. En outre, le fossé du chômage n'a pas cessé de se creuser: ainsi le taux de chômage a-t-il diminué dans les régions faiblement touchées et augmenté dans les régions déjà fortement touchées. En somme: *"les chocs asymétriques semblent devenir un phénomène régional plutôt que national"*¹⁴.

Graphique 6 : Disparités régionales en matière de chômage au sein de l'UE, 1995



¹⁴ Professeur José-Maria Estaban devant la commission économique, monétaire et de la politique industrielle du Parlement européen, 17 mars 1998.

V. Les mesures nécessaires

Cesarano (1992) débute son analyse intitulée "Monetary Union: A Theoretical Perspective" en rappelant la théorie selon laquelle tout changement s'opérant dans le monde réel donne naissance à une théorie tentant de l'expliquer. Ainsi observe-t-il que les zones monétaires optimales sont encore "un concept en quête de théorie" et que l'UEM est si controversée qu'il est impossible de trouver "des réponses irrévocables aux différentes questions qu'elle suscite". En outre, il préconise qu'à l'avenir, la recherche soit orientée vers les questions pratiques liées à "l'efficacité relative des différents mécanismes d'ajustement", mais ajoute qu'"il y a, il est vrai, peu de raisons théoriques de faire cette suggestion".

Cela cadre toutefois avec l'accent mis par Cesarano sur le caractère viable plutôt qu'optimal de la zone monétaire. Etant donné l'analyse faite au point précédent, quelles modifications pourraient améliorer les mécanismes d'ajustement au sein de l'UEM?

Le fédéralisme budgétaire est-il nécessaire?

Dans ce contexte, la question la plus controversée est peut-être de savoir s'il est nécessaire ou non, pour qu'une union monétaire soit couronnée de succès, d'avoir une politique budgétaire "fédérale", se fondant sur un budget communautaire élargi.

Sur ce sujet, les économistes sont partagés. Ainsi Currie *et al.* (1996), par exemple, estiment-ils que l'UEM ne pourra fonctionner sans des transferts financiers suffisants. Pelagidis (1996) affirme qu'en raison des chocs asymétriques, de la faible mobilité des facteurs ainsi que de la viscosité des salaires et des prix, il "est indispensable de disposer de mécanismes ou d'institutions chargés de veiller à la croissance équilibrée au sein de l'UE".

Fatás (1998), d'autre part, affirme que "les avantages liés à la création d'une fédération budgétaire européenne sont bien moins grands qu'on ne le pensait auparavant". Bien que le système ait pour objectif le "partage interrégional des risques", il pourrait conduire à des transferts permanents "qui pourraient aller dans n'importe quelle direction (des régions pauvres aux régions riches par exemple)...". Si Fatás est si sceptique sur les vertus du fédéralisme budgétaire, c'est en partie parce qu'il se demande si, en réalité, le système américain a réellement offert le niveau d'assurance automatique contre les chocs asymétriques qu'il prétendait apporter.

Toutefois, les estimations les plus basses en matière d'"assurance budgétaire" aux États-Unis dépassent nettement tout ce qui est possible au sein de l'UE, compte tenu de la taille relative des budgets centraux (33% contre environ 1,25% du PIB). Sachs et Sala-i-Martin (1992) notent que:

"si une région ou un pays européen accuse un choc d'un dollar, ses contributions fiscales à la Communauté européenne seront réduites d'un demi cent, contre 34 cents pour les États-Unis".

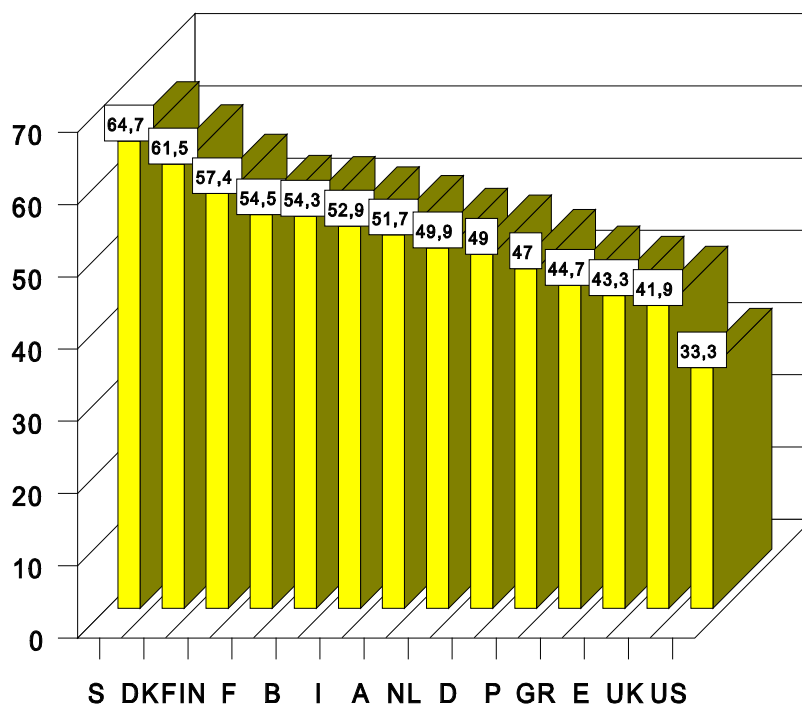
D'après le rapport MacDougall de 1977, un budget européen situé entre 5 et 7% du PIB permettrait des mesures budgétaires contre les effets conjoncturels à l'échelle européenne ainsi qu'une redistribution afin de compenser les écarts de revenu au niveau régional.

Ce chiffre, somme toute modeste d'après les critères américains, dépasse toutefois largement ce qui est politiquement réalisable dans un avenir prévisible. Ainsi a-t-on actuellement l'intention de "plafonner" le budget de l'UE à 1,27% du PIB, même après l'adhésion de la Pologne, la Hongrie, la République tchèque, la Slovaquie et l'Estonie.

Politiques budgétaires nationales

Toutefois, l'absence d'un grand budget "fédéral" n'empêche pas l'existence, au sein de l'UE, de mécanismes d'ajustement budgétaire automatique. Les budgets de tous les États membres réunis dépassent largement le budget des États-Unis et chacun d'entre eux constitue une puissante "pompe fiscale" entre les régions, sans parler des paiements volontaristes par le biais des programmes d'aide régionale ainsi que des exonérations fiscales.

Graphique 7 : Dépenses publiques générales en % du PIB, 1996



Source: OCDE

La question cruciale est la suivante: dans quelle mesure ce mécanisme destiné à faire face aux chocs asymétriques entre les régions *au sein* des États membres traitera-t-il également les asymétries existant entre les régions de la zone euro comprise comme un tout?

Sur la base de chiffres régionaux de l'emploi, Fatás estime que les systèmes nationaux assurent plus de 50% de l'"assurance budgétaire" interrégionale qui serait fournie par un budget fédéral américain. En outre, il constate que, ces dernières années, la volatilité régions-UE a diminué, alors que la volatilité régions-États membres persiste: en d'autres termes, les disparités régionales demeurent, mais deviennent de plus en plus symétriques à travers l'UE.

Néanmoins, les chiffres présentés par Fatás révèlent également que les régions de certains pays se débrouilleront moins bien que d'autres en s'appuyant sur des budgets nationaux que sur un grand budget européen. Ainsi, "le système budgétaire national espagnol garantit-il moins d'un tiers de l'assurance européenne".

Comparativement, le Royaume-Uni et l'Irlande se débrouilleraient correctement en restant en dehors d'une "fédération budgétaire". En revanche, il n'en irait pas de même pour d'autres pays, tels que, par exemple, la France et l'Autriche.

Le pacte de stabilité et de croissance

Se reposer sur des budgets nationaux plutôt que sur un budget européen élargi soulève également une autre question: dans quelle mesure les limitations des déficits budgétaires nationaux stipulées dans le traité et le pacte de stabilité et de croissance vont-elles réduire la portée de l'"assurance budgétaire"?

Dans son analyse, Fatás fait la distinction entre le rôle des budgets nationaux dans les "transferts inter-temporels" et leur rôle dans l'"assurance interrégionale". Les budgets remplissent leur fonction "inter-temporelle" par le biais des stabilisateurs automatiques ou de mesures conjoncturelles délibérées. Au sein de l'UEM, si l'on suit la stratégie de Moïse dans l'Exode, l'on s'attend à ce que les budgets nationaux soient excédentaires lors des phases de reprise économique et financent ainsi d'éventuels déficits en période de récession, à condition que ces déficits n'excèdent jamais 3% du PIB. Viñals (1996) estime que ce plafond de 3%

"semblerait... suffisant pour faire face à un grand nombre de chocs asymétriques, mais certainement pas à tous. L'austérité budgétaire en période de prospérité serait donc le prix à payer afin de pouvoir faire preuve de souplesse budgétaire en période de pénurie".

En outre, la fonction d'assurance interrégionale et cette fonction conjoncturelle des budgets sont, théoriquement, totalement distinctes. D'aucuns ont toutefois constaté, à propos de l'étude de Fatás, que "la distinction entre stabilisation et assurance" a peut-être été exagérée (Bean 1998). L'assurance est définie comme étant "un contrat avec d'autres à un moment donné dans le temps et la stabilisation, un contrat d'assurance avec les générations futures". En effet, si Fatás minimise l'assurance budgétaire des États-Unis, c'est parce que les transferts régionaux ont tendance à constituer la dette future.

L'on peut, par conséquent, affirmer que les sévères restrictions des déficits budgétaires prévues dans le pacte de stabilité et de croissance vont également limiter le degré d'assurance interrégionale ou, du moins, accentuer peut-être les différences entre les États membres en matière d'assurance fournie au niveau national.

Mécanismes de cohésion

Les États membres et l'UE ont à leur disposition une vaste palette d'instruments volontaristes à la fois financiers et budgétaires. Parmi ceux dont dispose l'UE: on distingue les transferts par le budget de l'UE ainsi que les prêts gérés par la Banque européenne d'investissement (BEI) (qui peuvent également être assortis d'une bonification d'intérêts). En 1998, le budget total s'est élevé à 33.691,1 millions d'écus de crédits d'engagements et à 28.594,7 millions d'écus de crédits de paiement.

Les fonds structurels

Suite à une série de réformes entreprises après 1988, ces fonds qui, à l'origine, avaient des objectifs distincts, ont été regroupés afin de constituer une politique cohérente de développement régional (cf. article 130 D du traité). Lors de l'adoption de l'Acte unique en 1987, un nouveau titre V a été intégré au traité (aujourd'hui renuméroté titre XIV): "Cohésion économique et sociale".

Les Fonds comprennent:

- Le *Fonds social*, institué en vertu de l'article 123 du traité afin "*d'améliorer les possibilités d'emploi des travailleurs dans le marché intérieur*", en augmentant notamment "*leur mobilité géographique et professionnelle à l'intérieur de la Communauté*" et en facilitant "*leur adaptation aux mutations industrielles...*"
- Le Fonds européen de développement régional, destiné "*à contribuer à la correction des principaux déséquilibres régionaux dans la Communauté par une participation au développement et à l'ajustement structurel des régions en retard de développement et à la reconversion des régions industrielles en déclin*" (article 130 C).
- La section "orientation" du FEOGA, Fonds européen d'orientation et de garantie agricole, instituée en 1962 conformément aux dispositions générales de l'article 43 sur la politique agricole commune.

L'objectif général était de:

"réduire l'écart entre les niveaux de développement des diverses régions et le retard des régions les moins favorisées, y compris les zones rurales". (article 130 A).

Les réformes de 1988 et 1993 ont fait ressortir quatre grands principes pour les interventions des Fonds structurels:

- *Concentration de l'intervention dans des régions et des secteurs prioritaires*. Les régions relevant de l'objectif 1, hautement prioritaires, ont un PIB par habitant inférieur à 75% de la moyenne communautaire. La Grèce, l'Irlande et le Portugal en ont été bénéficiaires.
- *Partenariat entre l'UE, les États membres et les autorités compétentes au niveau régional ou local*, dans l'identification et le financement de projets.
- *Programmation intégrée*, en vue d'optimiser les dépenses de sources diverses.
- *Additionnalité*. Les ressources du budget communautaire doivent venir compléter et non remplacer les aides nationales ou locales.

Le premier programme a duré de 1989 à 1993. En 1993, il a été décidé de doubler les ressources disponibles et de concentrer l'essentiel des interventions sur les régions de l'objectif 1 au cours de la période 1993-1999. Le reste est destiné à des besoins régionaux spécifiques. Ainsi une nouvelle catégorie de régions a-t-elle été créée à la suite de l'élargissement de l'UE en 1995: les régions à très faible densité de population.

La part du budget de l'UE consacrée en 1998 aux Fonds structurels s'élevait, au total, à 30,5 milliards d'euros pour engagements (soit une hausse de 6,1% par rapport à 1997) et à 25,6 milliards d'euros pour paiements (soit une hausse de 7,1% par rapport à 1997).

Tableau 4 : Fonds structurels de l'UE, budget 1998

	Engagements <i>(millions d'écus)</i>	Paiements <i>(millions d'écus)</i>
FEOGA section orientation	4 183,1	3 521,5
IFOP	464,2	390
FEDER (Fonds régional)	14 000,4	12 045,3
Fonds social européen	8 628,1	6 807,8
Initiatives communautaires	2 856,1	2 558,8
Autres	350,2	319,8
TOTAL	30 482,0	25 643,2

Une profonde réforme des Fonds structurels est actuellement en cours. Son objectif: concentrer les dépenses dans les régions les moins prospères.

◆ Les objectifs prioritaires du Fonds régional sont ramenés de sept à trois:

L'objectif 1 concerne les régions dont le PIB par habitant est inférieur à 75% de la moyenne communautaire;

L'objectif 2 vise à aider les zones industrielles, rurales, urbaines ou dépendant largement de la pêche qui se trouvent en déclin économique et qui affichent notamment de forts taux de chômage;

L'objectif 3 se concentre sur l'amélioration du marché du travail, grâce au recyclage professionnel par exemple, et s'efforcera de servir de cadre de référence pour les interventions du Fonds social.

◆ Les régions de *l'objectif 1* sont redéfinies. L'aide accordée au titre de cet objectif profite à 20% de la population européenne et non plus 25%. Ainsi l'Irlande, par exemple, va-t-elle perdre son statut de région éligible au titre de *l'objectif 1*. Il y aura toutefois une période de retrait graduel qui durera six à sept ans.

◆ L'aide accordée au titre de *l'objectif 2* est plus concentrée et bénéficiera à 18% et non plus 26% de la population de l'UE.

◆ Au total, les régions pouvant bénéficier d'une aide ne couvrent donc plus 51% mais 35 à 40% de la population de l'UE.

Le Fonds de cohésion

Dans le cadre des réformes de 1993, un nouvel instrument financier a également été créé: le Fonds de cohésion, destiné à

"contribuer financièrement à la réalisation de projets dans le domaine de l'environnement et dans celui des réseaux transeuropéens en matière d'infrastructure des transports" (article 130 D).

Bien que cela ne soit pas stipulé dans le traité de Maastricht, il existe un lien direct entre la création de ce Fonds et le calendrier de l'Union économique et monétaire. Afin de participer à la monnaie unique, les déficits budgétaires des États membres devaient être inférieurs au niveau de référence de 3% du PIB. Leur dette publique globale, quant à elle, devait se rapprocher d'un niveau de référence de 60% du PIB. Parallèlement, dans les États les plus pauvres de l'UE, la réduction des dépenses publiques nécessaire pour atteindre ces objectifs aurait pu considérablement freiner les investissements publics indispensables. Les contributions financières de ce Fonds de cohésion visaient donc à compenser cette réduction et, par là même, à promouvoir, au sein de l'UEM, la convergence *nominale* (inflation et taux d'intérêt, déficits et niveaux d'endettement) mais aussi *réelle* (PIB par habitant, emploi, etc.).

Afin de bénéficier de l'intervention du Fonds de cohésion, les États membres devaient:

- avoir un PIB par habitant inférieur à 90% de la moyenne communautaire;
- mettre en place - et adhérer à - un programme d'action visant à satisfaire aux conditions de convergence économique de l'UEM.

En 1993, quatre États membres - l'Espagne, le Portugal, la Grèce et l'Irlande - affichaient un PIB par habitant inférieur à 90% de la moyenne communautaire. Ces quatre pays sont donc bénéficiaires du Fonds de cohésion. Jusqu'à aujourd'hui, l'Espagne a reçu un peu plus de la moitié des 15,5 milliards d'écus disponibles, le reste étant réparti plus ou moins équitablement entre les trois autres pays bénéficiaires.

En 1998, le Fonds de cohésion a disposé de 2,65 milliards pour paiements (2,87 milliards d'écus pour engagements) ainsi que de sommes plus petites destinées à d'autres interventions régionales (pêche, transport, etc.).

L'impact de l'élargissement

Toutefois, la perspective de l'élargissement de l'UE à six nouveaux États membres au début du siècle prochain a eu des conséquences sur le cadre budgétaire des paiements régionaux et autres de l'UE. Les PIB par habitant des pays actuellement candidats à l'adhésion à l'UE, ne représentent, au total, qu'environ 30% de la moyenne communautaire. Le PIB du plus grand pays candidat, la Pologne, dépasse tout juste ce chiffre et s'élève à 31%.

En juillet 1997, la Commission a publié un programme de réforme de politique générale de grande envergure: l'"Agenda 2000". Ce dernier proposait de profonds changements dans la structure et le financement de l'aide régionale, sociale et agricole. Dans le cadre des perspectives financières pour la période 2000-2006, l'on envisageait de conserver le plafonnement des "ressources propres" de l'UE à 1,27% du PNB, mais de modifier considérablement la répartition de l'enveloppe. Ainsi, tandis que la part du budget consacrée à l'agriculture *augmenterait* de 1,9% par an pour atteindre 51,6 milliards d'écus en 2006, celle consacrée aux opérations structurelles habituelles *diminuerait* de 1,4% par an pour atteindre 32,47 milliards d'écus. Toutefois, les dépenses effectuées dans le cadre d'opérations agricoles et structurelles liées à l'adhésion, augmenteraient et passeraient à 17,61 milliards d'écus en 2006.

Ces propositions ont cependant fait l'objet de nombreuses critiques, notamment au sein du Parlement européen. Ainsi, dans sa résolution du 17 avril 1996 sur "La préparation des États

associés à leur intégration dans le marché intérieur de l'Union", le Parlement rappelait que, de plus en plus, l'on craint que

"l'élargissement n'ait d'importantes conséquences budgétaires et financières qui n'ont pas encore été suffisamment évaluées".

D'aucuns se sont demandés notamment si les ressources budgétaires disponibles seraient suffisantes pour financer l'élargissement *et* préserver les mécanismes d'ajustement au sein de la zone euro.

Instruments d'emprunt et de prêt

Outre le budget, l'UE dispose de différents instruments d'emprunt et de prêt. En 1997, les prêts accordés, par la Banque européenne d'investissement principalement, ont représenté près de 27 milliards d'écus. Ces opérations sont détaillées dans le Rapport annuel de la Commission sur les activités liées aux emprunts et aux prêts de la Communauté en 1997 [COM(1998)409]. 12% des prêts environ ont été accordés en dehors de l'UE, le reste étant réparti dans les différents États membres.

Les prêts de la BEI répondent à des priorités d'investissement. A l'heure actuelle, l'accent est mis tout particulièrement sur le soutien aux Réseaux transeuropéens (RTE) de transport, de transfert d'énergie et de télécommunication. Le Programme d'action spécial Amsterdam (PASA) comporte une série d'éléments novateurs, notamment celui d'une "prise de risque de la BEI en faveur des PME (petites et moyennes entreprises) innovantes et à fort potentiel de croissance".

Il existe différents instruments financiers: le Fonds européen d'investissement (FEI), qui a financé des réseaux transeuropéens (RTE) et des PME; les activités emprunts/prêts de la Communauté européenne du charbon et de l'acier (CECA) ainsi que deux instruments inutilisés en 1997: les prêts Euratom et le mécanisme financier à moyen terme de soutien des balances des paiements des États membres. Dans le passé, la Grèce et l'Italie ont sollicité ce dernier mécanisme et l'encours des prêts consentis à ce titre s'élevait fin 1997 à 4 milliards d'écus.

Une "dette fédérale?"

A de nombreuses reprises, il a en effet été proposé, avec le soutien du Parlement européen, d'accroître les ressources financières de l'Union européenne en créant une "dette fédérale".

L'UE, en tant qu'organisation, jouit d'une cote de crédit optimale, ce qui lui permettrait d'emprunter à des conditions extrêmement avantageuses et notamment à des taux d'intérêt inférieurs à ceux que doivent payer certaines autorités nationales ou régionales. Il a même été envisagé à un moment donné que les RTE soient directement financés par l'émission par l'UE d'"obligations Delors", les intérêts étant payés par le budget de l'UE.

Jusqu'à présent, les États membres ont rejeté toutes les propositions de cette nature. La création d'un tel instrument financier demeure néanmoins possible.

Tableau 5 : Répartition géographique des prêts de la BEI en 1997

	millions d'écus	%
Belgique	1 140	4,4
Danemark	737	2,8
Allemagne	3 518	13,4
Grèce	730	2,8
Espagne	2 716	10,4
France	2 721	10,4
Irlande	207	0,8
Italie	3 517	13,4
Luxembourg	96	0,4
Pays-Bas	398	1,5
Autriche	555	2,1
Portugal	1 350	5,2
Finlande	401	1,5
Suède	925	3,5
Royaume-Uni	3 765	14,4
Autres (Article 18)	184	0,7
Total Communauté	20 958	87,6
Total hors Communauté	3 244	12,4
TOTAL PRETS SIGNES	24 202	100

Source: COM(1998) 409 final.

Aides nationales

Instruments budgétaires et de prêt confondus, les sommes consacrées par l'UE à l'aide régionale sont nettement plus faibles que celles débloquées par les États membres eux-mêmes. Entre 1992 et 1994, la Commission a estimé qu'elles s'élevaient, en moyenne, à 95 milliards d'écus par an, sans compter les dépenses faites par certains États membres dans le secteur agricole, au sujet desquelles aucune donnée n'était disponible.

Conformément à l'article 92 du traité, différentes aides accordées par les États sont considérées comme compatibles avec la politique de concurrence de l'UE, y compris "les aides destinées à favoriser le développement économique des régions dans lesquelles le niveau de vie est anormalement bas ou dans lesquelles sévit un grave sous-emploi". A l'heure actuelle, près de la moitié de la population de l'UE (46,7%) peut bénéficier d'aides d'État régionales en vertu de l'article 92, bien qu'il soit prévu de passer à 42,7% pour la période 2000-06.

Une partie de l'aide régionale accordée par les États est également liée aux paiements des fonds structurels de l'UE, les aides financières de l'UE se fondant d'ordinaire sur le principe de la "congruence monétaire". En effet, dans le cadre de certains projets, la composante nationale de l'aide est nettement plus élevée que la composante européenne (cf. "L'impact des dépenses publiques nationales sur les disparités régionales en Europe", Parlement européen, 1996).

Les aides nationales peuvent revêtir différentes formes: aides directes, traitement fiscal préférentiel ou prêts concessionnels. Comme l'indique clairement le Rapport annuel de la Commission sur la politique de concurrence, il est souvent très difficile de dire s'il y a, en effet, eu aide d'État.

Une large part des aides accordées par les États se présente sous la forme d'aides directes à l'industrie, qui, d'après des estimations de la Commission, se sont élevées à environ 43 milliards d'écus par an entre 1992 et 1994. L'UE jette un regard mitigé sur ces paiements. S'ils peuvent contribuer à amortir les chocs sectoriels ayant des effets régionaux asymétriques (tels que la fermeture de chantiers navals, de mines de charbon, d'aciéries, d'usines textiles, de grandes entreprises manufacturières, etc., dont une région est particulièrement tributaire), ils peuvent également fausser la concurrence au sein du marché unique et permettre à des entreprises qui ne sont absolument pas rentables de poursuivre leur activité. Les mêmes critiques peuvent être émises à l'égard des aides d'État destinées à encourager des entreprises à s'installer dans une région particulière.

L'UE a abordé ces questions dans le cadre de la politique de concurrence (en novembre 1997, de nouvelles lignes directrices ainsi qu'un cadre plurisectoriel sur l'aide régionale pour les grands projets d'investissement ont été adoptés) et également de la "concurrence fiscale" (cf. le code de conduite, etc., déjà mentionné précédemment). La Commission et la Cour vont poursuivre leurs efforts afin que le système soit transparent et réglementé.

Il est toutefois peu probable qu'à l'avenir le volume des fonds débloqués par les autorités nationales diminue considérablement, si tant est qu'il diminue. Dans plusieurs États membres, de fortes pressions politiques sont en effet exercées afin de maintenir les flux financiers à destination de régions telles que, par exemple, les *Länder* de l'Est de l'Allemagne, le *Mezzogiorno* italien ou l'Irlande du Nord.

Si l'on ajoute à cela les effets automatiques de redistribution des budgets nationaux, les instruments financiers disponibles pour faire face aux chocs asymétriques au sein de la zone euro sont indiscutablement très nombreux.

Tableau 6 : Montant total de l'aide d'État dans les États membres, 1994-96

	en pourcentage du PIB	en écus par salarié
Autriche	0,6	325
Belgique	1,3	735
Danemark	0,9	481
Allemagne	1,9	978
Grèce	1,1	253
Espagne	1,2	392
Finlande	0,4	214
France	1,1	574
Irlande	0,8	312
Italie	2	781
Luxembourg*	1	623
Pays-Bas	0,7	379
Portugal	0,9	162
Suède	0,7	346
Royaume-Uni	0,4	142
EUR 15	1,4	573

Source: Sixième rapport de la Commission sur les aides d'État.

* Par rapport à la période 1992-1994, les chiffres pour le Luxembourg ont diminué de plus de moitié.

Le rôle de la politique monétaire

De manière générale, l'on considère que, par définition quasiment, la politique monétaire ne peut fournir un instrument l'ajustement aux chocs asymétriques au sein d'une zone à monnaie unique. Bien que les bases statistiques soient encore floues, la BCE n'utilisera, en principe, qu'une seule série de chiffres sur la masse monétaire et fixera les taux d'intérêt à court terme pour la zone euro toute entière. Les prix pourront varier d'un endroit à l'autre au sein de la zone monétaire (comme c'est le cas entre les régions des différents États membres), mais l'euro n'aura qu'un seul taux d'inflation.

Des études récentes ont toutefois tenté de voir comment la politique monétaire pouvait activement réduire l'asymétrie. Ainsi Voss (1998) expose-t-il un système de "co-assurance", fonctionnant grâce à la finance monétaire plutôt qu'à une politique budgétaire. Pour cela, il se fonde sur une remarque de Casella (1992):

"Etant la seule à frapper monnaie, une autorité monétaire centralisée est capable de transférer des ressources réelles d'une région à l'autre de l'Union. Le mécanisme est simple: en autorisant des disparités régionales en matière de croissance des masses monétaires, il se produit, entre les régions, un véritable transfert de profits de seigneurage".

Ce schéma séparerait l'objectif de co-assurance et le contrôle de la masse monétaire agrégée, permettant ainsi que des transferts financiers améliorent la situation économique sans pour autant avoir de conséquence sur les mesures générales anti-inflationnistes. Cela fonctionnerait grâce à un rééquilibrage de la composition des engagements publics des autorités monétaires.

"La pondération, dans le portefeuille de l'autorité monétaire, du (ou éventuellement des) pays accusant un choc est plus grande que précédemment. En effet, la banque centrale crée un crédit pour le pays touché. Si, afin de maintenir la masse monétaire agrégée, ce transfert nécessite un transfert de compensation en provenance des pays indemnes, les engagements publics de ces derniers sont vendus du portefeuille de l'autorité monétaire au secteur privé".

Bien qu'admettant que la faisabilité de ces systèmes doive être examinée plus en détail, Voss conclut que leur mise en oeuvre contredirait l'un des postulats de base de la théorie des ZMO: en cas de rigidité des prix et d'immobilité des facteurs de production entre les régions, il y a lieu d'avoir des monnaies distinctes.

"Ce document, qui fait abstraction de ces distorsions du marché et n'examine, au contraire, que les marchés d'actifs imparfaits, propose une autre conclusion. Les régions économiques qui s'attendent à subir des troubles économiques réels différents pourraient tirer parti d'une intégration monétaire".

Lors de l'audition organisée par la sous-commission monétaire du Parlement européen le 2 septembre 1998, une autre utilisation "non traditionnelle" des mécanismes monétaires destinés à faire face aux chocs asymétriques a été développée. Les États membres émettraient des obligations liées au taux de croissance de leur PIB nominal et les sommes ainsi réunies seraient réinvesties sur le marché ordinaire des euro-obligations. En période de reprise économique, les intérêts dus seraient en hausse et un transfert de ressources vers les détenteurs d'obligations liées au PIB et résidant dans les autres États membres s'opérerait alors. En cas de baisse du taux de croissance, les intérêts diminueraient et le portefeuille de l'État membre concerné pourrait ainsi dégager un flux net de ressources.

Améliorer les marchés

L'ajustement aux chocs asymétriques au sein de l'UE grâce à des mécanismes de marché peut être amélioré de différentes façons. La plupart des solutions sont bien connues. Le livre blanc de 1985 sur l'achèvement du marché unique dressait la liste des mesures prioritaires à prendre sans plus tarder afin de garantir la libre circulation des biens, des services, des capitaux et de la main-d'oeuvre. La plupart de ces mesures ont, aujourd'hui, été mises en oeuvre. D'autres documents de la Commission, tels que le "Programme stratégique" (1993) et le "Plan d'action" (1997b) par exemple, passent en revue les autres mesures nécessaires.

Mobilité de la main-d'oeuvre et flexibilité des marchés du travail

Il est peu probable, pour les raisons exposées précédemment (voir "Mobilité de la main-d'oeuvre") que l'amélioration de la mobilité de la main-d'oeuvre, à l'intérieur ou entre les États membres, puisse, un jour, devenir un instrument majeur d'ajustement au sein de l'UE. Néanmoins, la suppression de quelques-uns des principaux obstacles institutionnels et juridiques pourrait avoir un effet bénéfique. En 1997, la Commission a ainsi attiré tout particulièrement l'attention sur:

- ◆ les règles en matière de **droit de résidence**;
- ◆ la coordination des **régimes de sécurité sociale**;
- ◆ la mobilité des **retraites complémentaires**;
- ◆ le renforcement de l'utilisation de la banque de données sur l'emploi du réseau **EURES**.

En outre, les problèmes de **reconnaissance mutuelle des diplômes** et de **recrutement dans le secteur public** persistent.

Les principales difficultés qui se posent pour améliorer la flexibilité sur les marchés du travail sont également bien connues. Certaines d'entre elles ont déjà été évoquées page 20.

En outre, l'on prend de plus en plus conscience que la flexibilité en Europe pourrait bien, à l'avenir, dépendre des **systèmes d'éducation et de formation**. Le schéma d'une éducation formelle, passant par l'école et l'enseignement supérieur et débouchant sur un "emploi pour la vie", est d'ores et déjà en train de s'effriter. Les évolutions technologiques et économiques pourraient, au lieu de cela, déboucher sur un schéma d'éducation *tout au long de la vie* ainsi que sur un recyclage professionnel régulier et l'exercice de toute une palette de professions.

Mobilité des capitaux

L'Union économique et monétaire, en soi, donnera une grande impulsion aux marchés financiers communautaires. Une profonde restructuration est prévue dans le secteur bancaire. En outre, la bataille a déjà commencé pour être la plaque tournante des futurs très grands marchés des actions et obligations libellées en euros.

Néanmoins, il reste encore des barrières dans certains domaines, tels que l'**assurance**, **les organismes de placement** et **les investissements des caisses de retraite**, principalement en raison d'impératifs de sécurité. Certaines de ces barrières disparaîtront automatiquement avec l'UEM, telles que les restrictions de congruence monétaire par exemple. Mais dans quelle mesure les autres barrières peuvent-elles être supprimées sur la base du principe du "contrôle du pays d'origine"? Cette question est toujours très controversée, tout comme celle du **contrôle prudentiel** (cf. Lannoo 1998).

Un autre sujet qui a gagné de l'importance est le rôle de la **fiscalité** dans la distorsion des marchés des capitaux. D'une part, l'on considère que, dans le domaine fiscal, sauvegarder la souveraineté nationale est essentiel, pour des raisons politiques, mais également pour que les États membres puissent mener des politiques budgétaires décentralisées (cf. Patterson 1996). D'autre part, beaucoup s'accordent à dire que les investissements et les flux de capitaux peuvent être influencés par une "concurrence fiscale déloyale", bien qu'il faille encore se mettre d'accord sur ce qui *est* "déloyal".

D'importants pas en avant ont été effectués grâce, notamment, à l'adoption d'un code de conduite sur la fiscalité des entreprises et à la création de mécanismes d'application. Toutefois, les péripéties des propositions de directive sur **l'imposition des revenus de l'épargne** [COM(98)295] et **le paiement d'intérêts et de redevances** [COM(1998)67] illustrent bien les problèmes qui subsistent encore.

Les différentes propositions concernant un **Statut d'entreprise européenne**, les dernières faisant suite aux recommandations du Groupe de travail Davignon, se sont heurtées aux mêmes difficultés. Il s'agissait, ici, d'une question de fiscalité et de participation des travailleurs. En effet, dans le domaine des **opérations commerciales transfrontalières**, il existe encore quelques obstacles juridiques et fiscaux, dont la suppression fait l'objet de plusieurs propositions ou projets de proposition de la Commission.

Bibliographie

- Aizenman, J. (1993), "Monetary and Real Shocks, Productive Capacity and Exchange Rate Regimes", *Economica*, London School of Economics, 11/1994.
- Akhtar, M., and Hilton, R. S. (1984), *Exchange rate uncertainty and international trade: Some conceptual issues and new estimates for Germany and the United States*, Federal Reserve Bank of New York, *Research Paper*, Nr. 8403, 1984.
- Bailey, D. (1986), "Exchange rate variability and trade performance: Evidence for the big seven industrial countries", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 122, Nr. 3, pp. 466-477.
- Bank of International Settlements (1995), *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, Basle, 1995.
- Barbieri, R. (1998), "Emu's hard edges", *Financial Times*, 19/03/1998.
- Baron, D. (1976), "Flexible exchange rates, forward markets, and the level of trade", *The American Economic Review*, Vol.66, pp. 253-266.
- Bayoumi, T. and Eichengreen, B. (1992), *Shocking aspects of European monetary unification*, NBER Working Paper Nr. 3949, 1992.
- Eichengreen, B. (1994), *One Money or Many? Analysing the Prospects for Monetary Unification in various parts of the world*, Princeton University, 1994.
- et Prasad, E. (1995), *Currency unions, economic fluctuations and adjustments: Some empirical evidence*, Discussion paper Nr. 1172, CEPR, London, 1995.
- Masson, P.R.(1996), *Fiscal Flows in the United States and Canada: lessons for monetary union in Europe*, European Economic Review, 1996.
- Bean, C. (1998), discussion on "Does EMU need a fiscal federation?" in *EMU: prospects and Challenges for the Euro*, Blackwell 1998.
- Begg, D. von Hagen, J., Wyplosz, C. and Zimmerman, K. L. (eds.) (1998), *EMU: prospects and Challenges for the Euro*, Blackwell, 1998.
- Belke, A. and Gros, D. (1997), *Estimating the Cost and Benefits of EMU: The Impact of External Shocks on Labour Markets*, CEPS Working Document 11, 1997.
- Blanchard, O. J. and Katz, L. F. (1992), *Regional evolutions*, Brookings Papers on Economic Activity, 1992.
- Bordes, C. and Driscoll, M. (1990), "Is Europe an Optimum Currency Area?", *de Pecunia*, Vol. II, Nr. 2-3, 1990.
- Caporale, G. M. (1993), "Is Europe an optimum currency area? Symmetric versus asymmetric shocks in the EC", *National Institute Economic Review*, 05/1993.
- Casella, A. (1992), "Participation in a currency union", *American Economic Review*, 82, 1992, pp 940-963.
- Cesarano, F. (1985), "On the Viability of Monetary Unions", *Journal of International Economics*, 19, 1985, pp. 367-74.
- (1992), "Monetary Union: A Theoretical Perspective", *BNL Quarterly review* 182, 1992.

- Christodoulakis, N., Dimelis, S. P. and Kollintzas, T. (1995), "Comparisons of Business Cycles in the EC: Idiosyncracies and Regularities", *Economica*, Nr. 245, London School of Economics, 1995.
- Cohen, D and Wyplosz, C. (1989), "The European Monetary Union: an agnostic evaluation". *CEPR Discussion Paper* Nr. 306, 1989.
- Comité des gouverneurs des banques centrales des États membres de la Communauté économique européenne (1993), *Rapport annuel, 1992*.
- Commission (1985), *Livre blanc: l'achèvement du marché intérieur*, COM(85)310.
- (1990), *One Market, One Money: an evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union*, European Economy 44, 1990.
- (1993), *Tirer le meilleur parti du marché intérieur: Programme stratégique*, COM(93)632.
- (1995), *The impact of exchange-rate movements on trade within the Single Market*, European Economy Nr. 4, 1995.
- (1997a), *La politique économique et l'UEM*, 1997.
- (1997b), *Plan d'action en faveur du Marché unique*, CSE(97)1.
- (1998a), *Rapport annuel de la Commission au Conseil et au Parlement européen sur les activités liées aux emprunts et aux prêts de la Communauté en 1997*, COM(1998)409.
- (1998b), *XXVII^e rapport sur la politique de concurrence de la Communauté européenne*, Direction générale IV, 1997.
- Corden, W. M. (1972), *Monetary Integration*, Princeton Essays in International Finance Nr. 93. Princeton University, 1972.
- Currie, D., Levine, P. and Pearlman, J. (1996), "The choice of conservative central bankers in open economies: monetary regime options for Europe", *Economic Journal* 106, 1996.
- Cushman, D. O. (1983), "The effects of real exchange rate risk on international trade", *Journal of International Economics* 15, 1983, pp.45-63.
- (1988), "US Bilateral trade flows and exchange risk during the floating period", *Journal of International Economics* 24, pp. 317-330, 1988.
- De Boissieu, C. and Coville, T. (1996), "EMU and the Outsiders", *European Parliament, DGIV, Economic Affairs Series W-23*, 1996.
- De Grauwe, P. (1987), "International trade and economic growth in the European Monetary System", *European Economic Review* 31, pp. 389-398, 1987.
- (1988), "Exchange rate variability and the slowdown in the growth of international trade", *IMF staff papers*, Vol. 35, Nr. 1, 1988.
- et Vanhaverbeke, W. (1993), "Is Europe an optimum currency area? Evidence from regional data", in P. R. Masson and M. P. Taylor (eds.), *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*, Cambridge University Press, Cambridge, 1993.
- (1998), "Economic and monetary turmoil", *Financial Times*, 20/02/1998.

- Dornbusch, R., Favero, C. and Giavazzi, F. (1998), "Immediate Challenges for the European Central Bank" in *EMU: Prospects and Challenges for the Euro*, Blackwell 1998.
- Eichengreen, B. (1991), *Is Europe an optimum currency area?*, NBER Working Paper 3579, 1991.
- (1993), "Labour Markets and European monetary unification" in Masson, P. R. and Taylor, M.P. (eds.), *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*, Cambridge University Press, Cambridge, 1993.
- Eltis, W. (1998), *Further Considerations on EMU*, Centre for Policy Studies, 06/1998.
- Emerson, M. et al. (1992), *One market, one money*, New York: Oxford University Press, 1992.
- Fatás, A. (1998), "Does EMU need a fiscal federation?" in *EMU: Prospects and Challenges for the Euro*, Blackwell, 1998.
- Flandreau, M., Le Cacheux, J. and Zumer, F. (1998), "Stability without a pact? Lessons from the European gold standard, 1880-1914" in *EMU: prospects and Challenges for the Euro*, Blackwell 1998.
- Friedman, M. (1953), "The Case for Flexible Exchange Rates", in *Essays in Positive Economics*, Chicago, 1953.
- Funke, M. (1996), "The Nature of Shocks in Europe and in Germany", *Economica* Nr. 64, pp. 461-69. London School of Economics, 1997.
- Gagnon, E. (1993), "Exchange rate variability and the level of international trade", *Journal of International Economics*, pp. 269-287, 1993.
- Garibaldi, P. (1997), "The Asymmetric Effects of Monetary Policy on Job Creation and Destruction", *IMF Staff Papers*, Vol. 44. Nr. 4, 12/1997.
- Goodhart, C. (1988), "The Foreign Exchange Market: A Random Walk with a Dragging Anchor", *Economica*, Nr. 55, London School of Economics, 1988.
- Gotur, F. (1985), "The effects of exchange rate volatility on trade: Some further evidence", *IMF Staff Papers*, 32, 09/1985, pp. 475-512.
- Hooper, P. and Kohlhagen, S. (1978), "Serial correlation as a convenient simplification, not a nuisance", *Journal of International Economics*, Nr. 8, 11/1978, pp. 483-511.
- International Monetary Fund (1984), *Exchange rate volatility and world trade*, Washington 1984.
- (1996), *World Economic Outlook*, Washington DC, 10/1996.
- Ishiyama, Y. (1975), *The Theory of optimum currency areas: a survey*, IMF Staff Papers 22, 1975.
- Kenen, P.B. (1969), "The theory of optimum currency areas: an eclectic view" in R. A. Mundell and Swoboda, A.K. (eds.) *Monetary Problems of the International Economy*, pp 41-60 University of Chicago Press, 1969.
- Rodrik, P. (1986), "Measuring and analysing the effects of short-term volatility in real exchange trade", *Review of Economics and Statistics*, Nr. 68, 1986, pp. 311-315.
- Krugman, P. (1991), "Target zones and exchange rate dynamics", *Quarterly Journal of Economics*, pp. 669-682, 1991.

- (1993), "Lessons from Massachusetts for EMU" in Torres, F. and Giavazzi, F. (eds.), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, Cambridge, 1993.
- Lannoo, K. (1998), *From 1992 to EMU: the implications for Prudential Supervision*, Centre for European Policy Studies, 1998.
- (1998) *Prudential Supervision in the Context of EMU*, European Parliament Working Paper, ECON 102, 02/1998.
- Maes, I. (1992), "Optimum Currency Area Theory and European Monetary Integration", *Tijdschrift voor Economie en Management*, Vol. XXXVII, 2, 1992.
- McKinnon, R. I. (1963), *Optimum currency areas*, American Economic Review, 1963.
- (1994), "A Common Monetary Standard or a Common Currency for Europe? The Fiscal Constraints", *Rivista di Politica Economica*, 4-5, Roma, 04/1994, pp. 59-79.
- Melitz, J. (1995), "The current impasse in research on optimum currency areas", *European Economic Review*, 39, 1995, pp. 492-500.
- Münchau, W. (1998), "Europe's fragile recovery", *Financial Times*, 29 /07/1998.
- Mundell, R. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review* 51, 1961.
- Obstfeld, M. (1985), *Optimum currency areas and the misalignment problem*, Brookings Papers on Economic Activity, 1985.
- Peri, G. (1998), "Asymmetric Shocks: regional non-adjustment and fiscal policy", *Economic Policy*, 04/1998.
- Ochel, W., (1997), *European Economic and Monetary Union and Employment*, Ifo Institut, 1997.
- Parlement européen (1993), *Rapport de la Commission économique, monétaire et de la politique industrielle sur le Rapport 1992 du Comité des gouverneurs des banques centrales des États membres de la Communauté économique européenne*, PE 205.217, 1993.
- (1994), *Rapport sur les incidences des fluctuations des taux de change sur les échanges commerciaux intra- et extracommunautaires*, PE A30334/94.
- (1996), *Impact des dépenses publiques nationales sur les disparités régionales en Europe*, DGIV, Série Politique régionale, W 14, 1996.
- Patterson, B. (1996), *La coordination des politiques fiscales nationales dans le cadre de l'Union monétaire*, Parlement européen, DGIV, Série Affaires économiques E 6, octobre 1996.
- Pelagidis, T. (1996), "Optimum currency area approach and the third stage of EMU: a review of recent evidence", *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali*, Vol. 43, Nr. 4, 1996, pp.759-789.
- Peters, T. (1995), "European Monetary Union and labour markets: What to expect?", *International Labour Review*, Vol. 134, 1995.
- Sala-i-Martin, X and Sachs, J. (1992), "Fiscal federalism and optimum currency areas: evidence for Europe from the United States" in Canzoneri, M. B., Grilli, V. and

- Masson, P. R. (eds.), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge University Press, Cambridge, 1992.
- Sapir, A. et Sekkat, Kh. (1995), "Exchange rate regimes and trade prices: Does the EMS matter?" *Journal of International Economics*, 1995 pp. 75-95.
- Sekkat, Kh.(1998), "Exchange rate volatility and EU trade", *Economic Papers*, Nr. 127, 02/1998.
- Sneessens, H. (1996), "Asymmetric Growth Effects, Skill Mismatch and Unemployment Persistence", *STI Review*, 1996.
- Tavlas, G. S. (1997), *The International Use of the US Dollar: An Optimum Currency Area Perspective*, Blackwell, 1997.
- Vaubel, R (1976), *Real exchange-rate changes in the European Community: the empirical evidence and its implications for European currency unification*, Weltwirtschaftliches Archiv, 1976.
- (1978), "Real exchange-rate changes in the European Community: a new approach to the determination of optimum currency areas", *Journal of International Economics*, 1978.
- Viñals, J. (1996), "European Monetary Integration: A narrow or a wide EMU?", *European Economic Review* 40, 1996, pp. 1103-1109.
- Jimeno, J. F. (1995), *European unemployment and EMU*, Banco de España, 1995.
- Von Hagen, J. (1992), "Fiscal arrangements in a monetary union: evidence from the US", in Fair, D. and de Boissieu, C. (eds.), *Fiscal Policy, Taxes, and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe*, Kluwer, London, 1992.
- Neumann, M.J.M. (1994), "Real exchange rates within and between currency areas: how far away is EMU?", *Review of Economics and Statistics*, 1994.
- Voss, G. M. (1997), "Monetary Integration, Uncertainty and the Role of Money Finance", *Economica*, 65, pp. 231-245, London School of Economics, 1997.
- Weber, A. A. (1990), *Asymmetries and adjustment problems: some empirical evidence*, European Economy, 1990.
- Wolf, M. (1998), "Regimes in a fix", *Financial Times*, 19 /08/1998.