

PARLEMENT EUROPEEN



Direction générale des Études

DOCUMENT DE TRAVAIL

**LA TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE
DANS LA ZONE EURO**

Série affaires économiques
ECON 110 FR/rév. 1

Cette publication est disponible en EN (original), FR et DE.

Un résumé ECON 110 A XX existe dans toutes les langues de la Communauté.

ÉDITEUR: Parlement européen
L - 2929 Luxembourg

AUTEURS: Carlo A. Favero et Francesco Giavazzi
Università Bocconi, Milan and Cepr

RESPONSABLE: Ben Patterson
Direction générale des Études
Division Affaires économiques, budgétaires et monétaires
Téléphone: (00352)4300-24114
Télécopie: (00352)4300-27721
E-Mail: GPATTERSON
Internet: 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 sont autorisées à des fins non commerciales, à condition que la source soit citée et que l'éditeur en soit averti et reçoive au préalable une copie du document.

Manuscrit terminé en janvier 2001.

PARLEMENT EUROPEEN



Direction générale des Études

DOCUMENT DE TRAVAIL

**LA TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE
DANS LA ZONE EURO**

Série Affaires Économiques

ECON 110 FR/rév. 1

01/2001

Résumé et conclusions

Le thème des mécanismes de transmission de la politique monétaire au sein de l'UEM soulève deux questions principales:

- i) que savons-nous du fonctionnement actuel des mécanismes de transmission?
- ii) l'UEM induira-t-elle une évolution de ces mécanismes?

La présente étude est consacrée tout d'abord à l'analyse des asymétries dans les mécanismes monétaires, sous l'angle de la théorie, des éléments institutionnels et des éléments empiriques.

Nous examinons ensuite certaines des implications qui nous semblent présenter un caractère d'urgence en termes de politique générale. L'UEM conduira-t-elle à la disparition des asymétries dans les structures financières européennes et, par conséquent, à la réduction des différences observées dans les mécanismes de transmission? Deux secteurs appellent une action d'urgence:

- le secteur bancaire, et
- les règles régissant les marchés financiers, en général, et les marchés immobiliers, en particulier.

La concentration du secteur bancaire européen

Les opérations internationales de concentration bancaire doivent être préférées aux concentrations sur le plan national. Les fusions transfrontalières exploitent les économies d'échelle sans menacer le jeu de la concurrence. En outre, les fusions entre des établissements qui ont développé des compétences financières différentes facilitent la transmission des meilleures pratiques d'un pays à l'autre, contribuant à la convergence des différents systèmes d'intermédiation financière vers un modèle unique.

Nous parvenons à la conclusion qu'il faut décourager les concentrations nationales et démanteler les barrières réglementaires et politiques faisant obstacle aux fusions transfrontalières. L'heure est venue de favoriser l'émergence non pas de champions nationaux, mais de compétiteurs européens.

Les marchés financiers et les marchés immobiliers

McLennan et al. (1998) prescrivent plusieurs mesures de nature à favoriser l'harmonisation et, secondairement, la mobilité de la main-d'œuvre:

1. Encourager le recours au crédit hypothécaire à taux fixe et aux emprunts en général.
2. Appliquer aux ratios prêt/valeur du bien acquis des plafonds prudents plus rigoureux.
3. Réserver une plus large part, dans le régime public de pension, au volet "répartition";
4. Encourager le développement du marché locatif privé et promouvoir l'application, autant que possible, de loyers libres dans le secteur du logement social.
5. Éviter l'accroissement des tensions sur le marché immobilier, qui affectent la mobilité de la main-d'œuvre, en modulant davantage les taxes foncières de manière à réduire l'instabilité des prix des logements.

6. Le cas échéant, encourager l'ouverture des marchés du crédit, des professions juridiques et des agents immobiliers à la concurrence en réduisant les obstacles juridiques à l'utilisation du nantissement de biens immobiliers et en abaissant les coûts des transactions dans les pays de l'UEM caractérisés par la tendance inverse.

Sommaire

RESUMÉ ET CONCLUSIONS.....	III
LA CONCENTRATION DU SECTEUR BANCAIRE EUROPEEN	III
LES MARCHES FINANCIERS ET LES MARCHES IMMOBILIERS.....	III
1. INTRODUCTION.....	1
2. THEORIE ET REALITE INSTITUTIONNELLE: COMMENT LE MECANISME DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONETAIRE FONCTIONNE-T-IL EN EUROPE?	3
2.1. LE CANAL DES TAUX D'INTERET	3
2.2. LE CANAL DU CREDIT	5
2.3. LE CANAL DU PRIX DES ACTIFS.....	9
2.4. RECAPITULATIF DES ELEMENTS INSTITUTIONNELS RELATIFS A LA STRUCTURE FINANCIERE ET AU MECANISME MONÉTAIRE.....	12
3. LES ELEMENTS EMPIRIQUES	15
3.1. LES ÉLÉMENTS MACROÉCONOMÉTRIQUES.....	15
3.1.1. <i>Les grands modèles économétriques</i>	16
3.1.2. <i>Les petits modèles économétriques</i>	18
3.2. LES ÉLÉMENTS MICROÉCONOMÉTRIQUES.....	20
4. ASYMÉTRIES DANS LE MECANISME DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONETAIRE: L'UEM VA-T-ELLE ENTRAINER LEUR DISPARITION?.....	23
4.1. LE MÉCANISME DE TRANSMISSION ET LA CONSOLIDATION DU SECTEUR BANCAIRE EUROPÉEN	23
4.2. CORRECTION DES ASYMÉTRIES RÉSIDUELLES SUR LES MARCHÉS FINANCIER ET DU LOGEMENT	26
RÉFÉRENCES.....	27
PUBLICATIONS RECENTES DE LA SERIE AFFAIRES ECONOMIQUES.....	31

Tableaux

Tableau 1: Bilan des ménages	4
Tableau 2: Crédit à taux d'intérêt révisables	5
Tableau 3: Passifs des entreprises non financières	7
Tableau 4: Structure financière	7
Tableau 5: Sûreté sur actif	8
Tableau 6: Réaction des taux de crédit bancaire à une variation du taux contrôlé par la banque centrale	8
Tableau 7: Récapitulatif des facteurs qui affectent le canal du crédit en Europe	9
Tableau 8: Ouverture des membres de l'UEM	10
Tableau 9: Occupation et dépenses publiques de logement	11
Tableau 10: Coûts des transactions et mobilité professionnelle	12
Tableau 11: Récapitulatif des facteurs intervenant dans la transmission monétaire en Europe	13
Tableau 12: Le mécanisme monétaire en Europe selon les modèles des banques centrales nationales	17
Tableau 13: Comparaisons production/inflation dans les modèles des banques centrales	18
Tableau 14: Le mécanisme monétaire en Europe selon le modèle MCM de la Réserve Fédéral	18
Tableau 15: Mesures de concentration sur les marchés bancaires aux États-Unis	23
Tableau 16: Acquisitions de banques en Europe	24

1. Introduction

Lors de la préparation de l'UEM (Union économique et monétaire), de nombreuses études ont été réalisées, qui posaient la question consacrée: l'UEM constitue-t-elle une zone monétaire optimale? Dans la tradition de Mundell (1961), cette littérature mettait l'accent sur la symétrie des chocs d'offre (Bayoumi et Eichengreen, 1993), sur le fonctionnement des absorbeurs de chocs fiscaux (Eichengreen et Wyplosz, 1998), sur la capacité des marchés des capitaux et du crédit à lisser les fluctuations des revenus à l'échelon régional (Asdrubali et al., 1996, Fatàs, 1998), sur la mobilité des facteurs, sur la flexibilité relative des prix et sur la redistribution (Obstfeld et Peri, 1998). En règle générale, ces études supposent que les pays qui s'associent pour constituer une union monétaire ont une structure économique similaire, et s'interrogent sur la manière dont ils peuvent faire face aux chocs asymétriques dès lors qu'ils n'ont plus la capacité de définir la politique monétaire en toute indépendance.

L'objet de ce rapport est autre. Nous laissons de côté la question, désormais résolue, de savoir si une politique monétaire unique est souhaitable en Europe, et nous demandons comment la même politique monétaire est transmise aux économies des différents États membres.

Face au mécanisme de transmission au sein de l'UEM, il convient de se poser deux questions fondamentales:

- (i) Que savons-nous du fonctionnement actuel du mécanisme de transmission?
- (ii) Le mécanisme de transmission risque-t-il de changer du fait de l'UEM?

Imaginons, par exemple, les conséquences qu'aurait la décision de la BCE de relever de 50 points de base le taux du marché monétaire en Euro. Quelle serait l'efficacité d'une telle mesure si son objectif était de ralentir la demande à l'échelle de l'UEM? Quelle serait la différence d'impact, en termes de calendrier et de magnitude, sur les États membres?

Ces questions revêtent une importance cruciale. Le degré d'asymétrie du mécanisme de transmission de la politique monétaire à travers l'UEM est crucial pour déterminer la capacité de la BCE à mettre en œuvre une politique monétaire unique. Si les conséquences, par exemple, d'une contraction monétaire variaient d'un pays à l'autre (tant en termes de calendrier qu'en termes d'ampleur des réactions des variables concernées), le coût de production imputable au maintien de la stabilité des prix risquerait d'être réparti de manière inégale dans l'UEM.

Les éléments concrets disponibles sur le mécanisme de transmission en Europe sont cependant difficiles à interpréter. Nos connaissances reposent, au mieux, sur les données produites pendant la période du SME, régime assez différent de l'UEM. Les faits doivent donc faire l'objet d'une interprétation afin de comprendre dans quelle mesure ils sont affectés par le régime dont les données sont tirées.

Dans les pages suivantes, nous analyserons tout d'abord la question des asymétries dans les mécanismes monétaires, en examinant tour à tour la théorie, les éléments institutionnels et les éléments empiriques. Enfin, nous mettrons en évidence les implications politiques qui nous semblent les plus urgentes.

2. Théorie et réalité institutionnelle: comment le mécanisme de transmission de la politique monétaire fonctionne-t-il en Europe?

L'impact *régional* du resserrement monétaire est rarement mis en avant dans les débats. Même dans les grands pays qui, à l'instar des États-Unis, comptent des régions présentant une très grande diversité économique, l'impact des prix du pétrole au niveau régional est en général davantage commenté que le durcissement des conditions monétaires. Un certain nombre d'études se sont penchées sur la question régionale aux États-Unis (voir Carlino et deFina, 1996). Le résultat, sans surprise, a montré que la politique monétaire avait un effet supérieur à la moyenne dans les États des Grands Lacs et inférieur à la moyenne dans le Sud-Ouest et les Montagnes Rocheuses. La plupart des autres régions, qui représentent environ 70 % du revenu américain, se situent dans la moyenne nationale.

Pour la Réserve Fédérale, il est peut-être préférable que ce thème ne soit jamais réellement un sujet de discussion. Dans l'UME, où certains pays s'inscrivent largement dans le cadre de référence, on ne peut en revanche exclure que cette question ne vienne sur le devant de la scène. En réalité, elle est déjà d'actualité puisque, depuis une dizaine d'années au moins, elle s'est retrouvée au cœur des discussions à propos de l'adéquation de la politique monétaire allemande à la situation de la France ou de l'Italie, par exemple.

L'influence de la politique monétaire s'exerce à travers trois canaux: les taux d'intérêt, l'octroi de crédits et les prix des actifs. Nous allons donc mesurer l'importance des asymétries en examinant chacun de ces trois canaux de la transmission monétaire. Notez qu'ils ne s'excluent pas les uns les autres, mais peuvent en principe fonctionner simultanément. Commençons par les taux d'intérêt.

2.1. Le canal des taux d'intérêt

Le canal des taux d'intérêt est celui qui est décrit dans les manuels: une fluctuation des taux d'intérêt affecte la dépense marginale nouvelle en modifiant le coût du capital et les conditions d'emprunt. Cet effet direct agit sur la consommation et l'investissement, l'impact le plus important étant en principe sur les biens de consommation durables et l'investissement, par le biais du coût d'usage.

Les conséquences de la politique monétaire sur les dépenses en biens de consommation non durables sont répercutées à travers les effets de revenu et de substitution. L'effet de substitution prévoit clairement une baisse de la consommation: en cas de hausse des taux d'intérêt réels, le rendement des placements augmente et, par conséquent, la consommation diminue. L'effet de revenu n'a pas une définition aussi limpide a priori. Si la décision de consommation repose sur le revenu actuel ou le revenu futur escompté, un relèvement des taux d'intérêt aura des retombées contradictoires sur la consommation puisqu'il réduira le revenu futur escompté. Cet effet peut être compensé par une meilleure rémunération de la richesse: si les consommateurs sont des créanciers nets, une hausse des taux d'intérêt se traduira par un accroissement de leur richesse. En revanche, en cas de relèvement des taux d'intérêt à court terme, les débiteurs ayant souscrit des prêts à taux flottants indexés sur ces taux enregistreront une diminution de leur revenu disponible et réduiront leurs dépenses. Ces retombées seront moins marquées si des moyens de financement supplémentaires sont immédiatement disponibles. La proportion de la dette des ménages liée à des taux flottants, ainsi que les allègements fiscaux en matière d'intérêts versés, présentent de profondes disparités d'un pays à l'autre — une hausse d'un point de pourcentage des taux d'intérêt aura donc des répercussions après impôt très variables selon les pays.

L'impact de la politique monétaire peut avoir des effets supplémentaires sur la perception de l'incertitude des revenus. Dans les modèles empiriques, les fluctuations du taux de chômage sont un des moyens de refléter cette incertitude: elles reproduisent bien la crainte des consommateurs face à la probabilité de perdre leur travail. Dans la mesure où le taux de chômage a tendance à réagir avec un décalage aux hausses des taux d'intérêt à court terme, il ne reflète qu'une partie de la réponse dynamique de la consommation.

La situation patrimoniale nette des consommateurs européens présente de fortes disparités (voir le tableau 1). Dans les pays du Nord, notamment au Royaume-Uni et en Suède, le crédit à la consommation est répandu et les ménages s'endettent de manière importante. Il est en revanche sous-développé dans l'Europe du Sud, de même que dans les États à fort endettement, la Belgique, les Pays-Bas et l'Italie, où la nécessité de financer des déficits budgétaires importants a été l'une des raisons de ce retard. En Allemagne, le niveau relativement élevé de l'endettement des consommateurs est dû surtout aux prêts hypothécaires. Comme indiqué précédemment, l'impact d'un mouvement des taux à court terme sur le revenu disponible des particuliers est déterminé par l'échéance de la dette des ménages. L'Italie se distingue sur trois points: le niveau remarquablement bas de la dette des ménages, le fait que cette dernière soit surtout à court terme (la proportion des crédits à taux révisable est également très élevée au Royaume-Uni) et la part importante des revenus d'intérêt nets dans le revenu disponible total – résultat de la très large proportion de la dette publique détenue directement par les ménages.

Une hausse des taux d'intérêt provoque un fléchissement de la consommation quand les engagements financiers sont importants, comme c'est le cas au Royaume-Uni et en Suède, mais aussi en Espagne, alors qu'elle contribue à accroître le revenu disponible et la propension à dépenser en Italie, en Belgique et aux Pays-Bas. Au Royaume-Uni, par exemple (voir plus loin l'analyse de la simulation de la Banque d'Angleterre), un relèvement de 1 % des taux à court terme fait chuter la consommation de 27 points de base en dessous de la ligne de référence; en Belgique et aux Pays-Bas, elle reste assez constante, quel que soit le régime de taux de change considéré.

Tableau 1: Bilan des ménages
(pourcentage du revenu annuel disponible, 1993)

	Engagements financiers des ménages (% du revenu disponible)	Composition de la dette des ménages:			Emprunt à taux d'intérêt révisable	Intérêts nets perçus par les ménages
		prêts bancaires	dette l-t	% du total		
Allemagne	77,9	100	72,4	36	90	4,2
Pays-Bas	64,9	75,8	59	8	> 90	10,1
Belgique	41,5	n.d.	23,5	18	majorité	6,1
France	51	82,2	43,9	13	5 (*)	0,2
Espagne	58	88,3	n.d.	n.d.	80	4,2
Italie	31,4	94,6	14,7	59/69	75	11,4
Suède	100,3	90,2	57,3	n.d.	10	-5,5
R-U	102	97,5	77,6	90	90	5,2 (**)
États-Unis	92	39,2	67,9	34	15	7,3

Source: BRI (1995)

(*) La périodicité et le montant des révisions restent à la discrétion du bailleur.

(**) Ce nombre inclut le revenu des dividendes.

L'échéancier de la dette des entreprises et des ménages est donc l'une des variables importantes d'une transmission asymétrique via le canal des taux d'intérêt. En Europe, la proportion des prêts bancaires à taux courts ou révisables varie considérablement d'un pays à l'autre. Au Royaume-Uni et en Italie, la plupart des prêts aux entreprises sont à court terme, soit en raison de la nature même du contrat (à court terme), comme en Italie, soit du fait de l'indexation des contrats sur les taux d'intérêt à court terme, ou du moins sur des taux dont la périodicité de révision est relativement brève. À l'inverse, dans les pays caractérisés traditionnellement par un faible niveau d'inflation, les prêts sont en majorité à taux fixes.

Le taux de crédit de référence est aussi une variable importante. En effet, une décision de la BCE de modifier le taux directeur peut se répercuter différemment sur les taux courts et longs de la courbe des rendements. À titre d'exemple, si la BCE réagit à une «anticipation d'inflation» en relevant le taux à court terme, le taux à long terme risque en fait de chuter. Pour une entreprise, la décision d'emprunter à long ou à court terme n'est en rien anodine. Étant donné la division entre l'Italie et le Royaume-Uni, d'un côté, et le reste du continent européen, de l'autre, une impulsion monétaire commune donnée par la BCE devrait se traduire plus rapidement par des modifications en matière de dépenses dans ces deux pays.

Le tableau 2 présente les conditions de crédit en Europe et, à titre de comparaison, aux États-Unis. Les prêts à taux à court terme représentent une très faible proportion en Italie, en Autriche et au Royaume-Uni. En Espagne également, il semble que les crédits courts soient répandus – une constatation qui viendrait contredire les preuves d'un mécanisme de transmission très lent dans ce pays. Borio (1996) remarque que les taux de crédit en Espagne, s'ils sont révisables à brefs intervalles, n'en ont pas moins tendance à se comporter comme des taux longs en raison des sources de financement des banques espagnoles.

Tableau 2: Crédit à taux d'intérêt révisables

Crédit à court terme, plus crédit à moyen et long termes indexés sur des taux d'intérêt à court terme, ou révisables avec une périodicité inférieure à un an, en pourcentage de l'ensemble des crédits

		par secteur:		par instrument:
	<i>tous secteurs</i>	<i>ménages</i>	<i>entreprises</i>	<i>prêts bancaires</i>
Allemagne	39	36	40	45
Autriche	74	--	--	76
Pays-Bas	25	8	37	35
Belgique	44	18	67	51
France	44	13	56	--
Espagne	43/64 (*)	--	--	47/70
Italie	73	59/69	77	79
Suède	35	--	--	70
R-U	73	90	48	85
États-Unis	34	31	35	35

Source: BRI (1995)

(*) 43 % indexés sur les taux à court terme, 64 % révisables dans l'année.

2.2. Le canal du crédit

Une fluctuation des taux d'intérêt peut influencer sur les dépenses via deux autres canaux liés à la structure financière d'un pays (les canaux "crédit" et "crédit au sens large", voir Bernanke

et Gertler, 1995). Le canal du crédit se met en branle quand les prêts et les obligations se révèlent des substituts imparfaits dans le bilan des banques et des entreprises: suite à une contraction des liquidités, les banques réduisent le montant des prêts octroyés; les entreprises pourraient se tourner vers le marché obligataire mais, si les obligations et les prêts sont des substituts imparfaits, la prime sur les marchés va s'élever, amplifiant alors les effets du durcissement des conditions monétaires. Un canal de "crédit au sens large", en revanche, fonctionne indépendamment de l'imperfection des substituts que sont les prêts et les obligations: il est associé aux contraintes de crédit qui peuvent survenir quand la capacité d'emprunt des entreprises est conditionnée par l'existence d'une sûreté sur un actif. Une hausse des taux d'intérêt réduit la valeur marchande de la sûreté (immobilier, par exemple) et limite donc l'accès d'une entreprise au crédit bancaire (voir Kiyotaki et Moore, 1997).

Les séries chronologiques macroéconomiques sont visiblement peu appropriées pour faire la distinction entre un canal "crédit" et un canal "monnaie" dans la transmission de la politique monétaire de la banque centrale aux banques. En effet, le canal "monnaie" fonctionne à travers les passifs des banques, alors que le canal "crédit" prend en compte les actifs; or, actifs et passifs sont étroitement liés au sein de la comptabilité. C'est pourquoi les arguments avancés par les études macroéconomiques, qui s'intéressent à la production et aux fluctuations des prix consécutives aux variations du volume des prêts et des dépôts, sont rarement probants (voir Bernanke-Blinder, 1992). Pour toutes ces raisons, les études empiriques les plus convaincantes sur la pertinence du canal "crédit" se sont appuyées sur des données microéconomiques et ont examiné dans quelle mesure les caractéristiques des banques et des entreprises, leur taille notamment, influençaient leur réaction face à un changement dans la politique monétaire. Les petites entreprises sont davantage exposées à des contraintes de trésorerie et dépendent plus des banques pour leur financement. De la même manière, les petites banques éprouvent plus de difficultés à protéger leur portefeuille de prêts face à un resserrement de la liquidité de la banque centrale. Elles n'ont en général pas la possibilité de se servir d'obligations comme tampon (Kashyap Stein, 1995, Kashyap, Stein et Wilcox, 1993).

Le canal du crédit s'appliquera au contexte de l'UEM où, en Europe continentale notamment (voir les tableaux 3 et 4), les banques couvrent la majorité des besoins de financement des entreprises. Le contraste avec les États-Unis et le Royaume-Uni est particulièrement frappant: les sociétés britanniques et américaines lèvent sur le marché des capitaux trois à quatre fois plus de fonds que les entreprises d'Europe continentale, à l'exception peut-être de la France où les marchés des valeurs mobilières ont connu récemment un développement assez rapide.

Tableau 3: Passifs des entreprises non financières

	Titres (prêts+titres = 100)		Part des prêts bancaires dans le total des dettes	
	1993	1983	toutes entreprises non financières 1993	239 principales soc. manuf. mondiales 1995
Allemagne	6	2	85,1	63,1
Pays-Bas	3	4	78,6	47,8 (Benelux)
Autriche	2	3	n.d.	--
Belgique	7	12	89,9	--
France	15	8	80,2	46,8
Espagne	9	10	77,3	--
Italie	5	7	94,6	73,1
Suède	4	5	80,9	46,8
(Scandinavie)				
R-U	19	17	49,4	36
États-Unis	20	17	32,4	11

Sources: BRI (1995), R&S (1997).

Les placements privés d'obligations à long terme, dont le statut se situe quelque part entre les prêts et les instruments du marché, sont comptabilisés dans certains pays (États-Unis) comme des obligations, et dans d'autres comme des prêts.

Tableau 4: Structure financière

(1996, Part du PIB)

	Dette et fonds propres	Actifs bancaires
UE	147,8	175,6
États-Unis	246,3	68,9

Source: Calculs des auteurs fondés sur les données du FMI

Le rôle des sûretés sur actifs dans l'octroi des prêts bancaires révèle également de profondes disparités entre les pays européens. La Suède et le Royaume-Uni occupent une position à part: plus de la moitié de l'ensemble des prêts est couverte par une sûreté; dans ces conditions, une fluctuation des taux d'intérêt risque d'avoir un impact plus fort sur l'activité réelle de ces pays. Le ratio est également élevé en France, comme en témoigne la déroute du Crédit Lyonnais consécutive à l'effondrement des prix de l'immobilier.

Tableau 5: Sûreté sur actif

Pourcentage du total des prêts gagés sur un actif immobilier
ménages et entreprises, 1993

Allemagne	36
Autriche	31
Pays-Bas	36
Belgique	34
France	41
Espagne	33
Italie	40
Suède	>61
R-U	59
États-Unis	66

Source: *BRI (1995)*

L'une des raisons pour lesquelles le rôle des banques pourrait entraîner des asymétries dans le mécanisme monétaire provient de la relation très particulière qui lie une banque à sa clientèle. Quand le crédit est organisé dans un marché des valeurs mobilières concurrentiel, les bailleurs n'ont aucune raison d'adoucir l'impact d'une décision politique de relèvement des taux d'intérêt pour l'emprunteur. À l'inverse, une banque soucieuse d'établir des relations durables avec ses clients sera prête à absorber, du moins temporairement, certaines des conséquences d'une hausse des taux d'intérêt, en anticipant sa capacité à compenser cette situation dans l'avenir (voir Allen et Gale, 1997). Le tableau 6 reflète des différences importantes dans l'intensité, et notamment le calendrier, de la réaction des taux de crédit bancaire à une variation des taux d'intérêt contrôlés par la banque centrale. L'ajustement est instantané et total au Royaume-Uni. En Allemagne, un trimestre après la modification du taux directeur, seul un tiers de cette révision a été répercuté sur le taux de crédit, et l'ajustement est encore loin d'être réalisé au bout d'un an. Ceci confirme le lien étroit qui existe entre les banques et les entreprises en Allemagne. La réaction est encore plus lente en France où, un an après, seule la moitié de la variation du taux directeur était prise en compte au niveau du taux de crédit. L'apathie est moindre en Italie, en Espagne, en Belgique et aux Pays-Bas.

**Tableau 6: Réaction des taux de crédit bancaire à une variation du taux contrôlé
par la banque centrale**

Réaction à une augmentation de 100 points de base des taux directeurs.
Les taux de crédit s'appliquent à des prêts à court terme, en général des prêts pour découvert
à des clients.

après:	un mois	un trim.	deux trim.	une année
Allemagne	0	36	53	74
Pays-Bas	71	95	102	103
Belgique	63	95	93	93
France	51	53	55	58
Espagne	0	100	104	105
Italie	19	72	97	106
R-U	100	100	100	100
États-Unis	70	77	83	85

Source: *BRI (1995)*.

Une simulation similaire réalisée par le FMI (World Economic Outlook, octobre 1996, p. 44) confirme ces chiffres. Selon le FMI, un relèvement de 100 points de base du taux directeur entraîne une hausse des taux de crédit de 45 points de base en Allemagne, 51 en France et 73 en Italie.

Kashyap et Stein (1997) proposent une intéressante récapitulation des facteurs associés au canal du crédit en Europe et utilisent une notation de A à C: A indique une faible sensibilité du canal de crédit à la politique monétaire, C reflétant une sensibilité élevée. Ces résultats sont reproduits dans le tableau 7.

Tableau 7: Récapitulation des facteurs qui affectent le canal du crédit en Europe

	Importance des petites banques	Santé des banques	Importance des petites entrep.	Disponibilité des fin. non bancaires	Potentiel total
Allemagne	C	B	A	B	B
Pays-Bas	A	A	C	B	A/B
Belgique	A	B	B	A	A/B
France	B	C	B	B	B/C
Espagne	B	B	C	B	B
Italie	B	C	C	C	C-
R-U	A	A	A	A	A

Source: Kashyap-Stein (1997).

2.3. Le canal du prix des actifs

En dernier lieu, la politique monétaire est transmise à l'activité économique à travers les prix des actifs: le taux de change, les prix des actions, les prix de l'immobilier.

Le canal du taux de change se met en branle quand la politique monétaire touche à la valeur externe de l'Euro et crée ainsi de possibles effets de différentiels entre les pays. Une hausse des taux de l'Euro, tous autres facteurs identiques, se traduira par une appréciation. Celle-ci entraînera à son tour une diminution du prix des importations, notamment des biens intermédiaires et des matières premières, mais aussi une perte de compétitivité pour les exportateurs et les entreprises en concurrence avec l'extérieur. L'amélioration des termes de l'échange, résultat de l'appréciation, implique une progression du revenu réel, mais l'effet sur la compétitivité peut provoquer un déclin de la production et une montée du chômage.

Le degré d'ouverture des pays européens est très variable. Ces différences concernent en partie le commerce intra-européen et ne nous intéressent pas ici. En revanche, les éléments liés au commerce hors Union européenne sont assez significatifs pour retenir notre attention (voir le tableau 8). Le Royaume-Uni et l'Irlande, et dans une certaine mesure aussi l'Allemagne, sont relativement plus exposés aux fluctuations de la compétitivité avec l'Amérique du Nord. Ces disparités dans l'ouverture de l'Europe vers l'extérieur expliquent les différences d'impact de la politique monétaire. Les pays les plus ouverts seront ceux pour lesquels la perte de compétitivité consécutive à un resserrement monétaire sera la plus marquée, mais aussi ceux qui connaîtront la plus nette amélioration des termes de l'échange.

Tableau 8: Ouverture des membres de l'UEM

	Globale	Part des exportations:				
		Hors UEM-7	Hors UEM-11	Hors UEM-15	Vers Amérique du Nord	Vers Tchéquie, Hongrie, Pologne
Autriche	24,2	59	46	41	4,1	4,9
Bel-Lux	51,4	51	40	29	7,9	0,1
Danemark	26,5	-	-		4,1	2
Finlande	27,5	-	43	39	7,6	1,8
France	18,2	68	49	38	7,5	0,5
Allemagne	19,7	69	57	44	8,1	4,5
Irlande	58,9	65	57	28	13	0,1
Grèce	16,1	-	-	46	6,2	1
Italie	20	-	53	45	7	0,2
Pays-Bas	37,5	47	38	25	7	0,1
Portugal	27,6	-	36	20	4,3	0,1
Espagne	18,4	-	38	29	5,9	1,1
Suède	28,4	-	-	44	6	1,4
R-U	22,7	-	-	47	13,2	0,9

Source: *European Economy. Données pour 1995.*

Considérons maintenant l'impact d'une variation des taux d'intérêt sur le marché du logement. Comme le font remarquer McLennan *et al.* (1998), le patrimoine immobilier représente dans de nombreux pays européens plus de la moitié du patrimoine total net des ménages: la fluctuation des taux d'intérêt devrait donc produire des effets notables sur les dépenses des consommateurs, à travers les changements dans le patrimoine immobilier.

Tableau 9: Occupation et dépenses publiques de logement

Pays	Occupé par le propriétaire ¹	Location sociale	Location privée	Autres	Encours de la dette hypothécaire (% du PIB)
Belgique	67	6	27	0	22
Danemark	50 (1995)	18	18	13 ³	65
Allemagne	38	26	36	0	51
Grèce	76	0	24	0	6
Espagne	78	1	13	8 ⁴	22
France	54	17	21	8 ⁵	21
Irlande	79	10	8	3	27
Italie	68	6	18	8 ⁶	7
Lux	70	...	26 ²	4	...
Pays-Bas	48 (1995)	38	14	0	60
Portugal	67	3	24	6	26
R-U	67 (1995)	23	10	0	57
Autriche	54 (1995)	20	18	7 ⁷	31
Finlande	62 (1995)	16	14	8 ⁸	30,8 (1996)
Suède	39	22	22	17 ⁹	51
UE-15	56	18	21	5	...

Source: McLennan et al. (1998)

1. Occupation exprimée en % du parc immobilier; vers 1990, sauf indication contraire.
2. Inclut un petit secteur d'habitat social.
3. Inclut les logements vacants, les logements en copropriété, les logements appartenant au secteur public et ceux dont le propriétaire est inconnu.
4. Inclut les logements vacants, les logements dont le propriétaire est inconnu et ceux occupés à titre gratuit.
5. Inclut les locations meublées, les sous-locations et les logements occupés à titre gratuit.
6. Inclut les logements occupés à titre gratuit.
7. Inclut les logements de fonction et les logements fournis à titre de paiement en nature.
8. Inclut les logements vacants.
9. Inclut le secteur coopératif.

Si l'on s'en tient à une théorie simple en termes de cycle de vie, une augmentation continue du prix réel des habitations a à la fois un effet de richesse positif sur la consommation de biens non immobiliers, et des effets de revenu et de substitution négatifs. L'effet positif sera prépondérant pour les propriétaires qui occupent eux-mêmes leur logement. Pour les locataires, en revanche, l'impact est clairement négatif. Ceux qui continuent de louer peuvent s'attendre à une hausse des loyers quand les prix de l'immobilier augmentent, alors que ceux qui envisagent l'achat d'un bien immobilier devront constituer un apport personnel plus important et auront probablement à supporter des coûts globaux supérieurs. Il convient aussi de prendre en considération l'effet de richesse pour les propriétaires ou les investisseurs institutionnels qui possèdent un parc locatif. Si cet effet est moins important, par unité de patrimoine, que pour les propriétaires occupants (en raison de considérations relatives aux liquidités, par exemple – voir plus loin), alors, toutes choses étant égales par ailleurs, plus la proportion de propriétaires occupants est élevée et la proportion de locataires faible, et plus la réaction des consommateurs à une hausse des prix de l'immobilier sera forte. Le tableau 9 montre combien ces caractéristiques structurelles sont différentes à travers l'Europe.

Le modèle simple du cycle de vie ne reflète pas la situation dans son ensemble. En matière de logement, la liquidité est un facteur important, pour lequel il existe de grandes disparités en Europe. Les principales caractéristiques de la liquidité concernent les coûts des transactions et les restrictions, la volatilité des prix des actifs et le rôle de garantie des actifs. Le tableau 10 présente les coûts des transactions et l'imposition de l'habitation.

Tableau 10: Coûts des transactions et mobilité professionnelle

Pays	Coût total de la transaction en % du prix*	Imposition en % du prix*	Mobilité interrégionale (% de la population) en 1993
Espagne	10,4	6,4	0,56
France	13,8	10	1,07
Allemagne	7,1	2	1,23
Italie	7,4	4,2	0,50
R-U	2	1	1,58

Source: McLennan et al. (1998)

* sur les biens immobiliers de 80 000 livres sterling

Les différences institutionnelles et historiques peuvent également avoir un fort impact sur le lien entre les taux d'intérêt à court terme et les prix de l'immobilier. Là où les fonds de pension et les investisseurs institutionnels détiennent une part importante du parc locatif, les effets de richesse d'une hausse des prix des habitations sur les dépenses courantes seraient moins marqués, par unité, que pour le secteur des logements occupés par les propriétaires eux-mêmes. La raison en est que la richesse liée à la retraite est un composant relativement peu liquide du portefeuille des consommateurs.

En résumé, il est probable que les prix des actifs ont un faible impact dans les pays qui se caractérisent par des systèmes de sécurité sociale et de retraite par répartition, un vaste marché de la location, des coûts élevés pour les transactions immobilières, une accessibilité réduite au crédit à la consommation et des marchés hypothécaires à taux fixes.

2.4. Récapitulatif des éléments institutionnels relatifs à la structure financière et au mécanisme monétaire

Pour récapituler les éléments institutionnels présentés plus haut, nous prolongeons la démonstration de Kashyap et Stein (1997), dont l'objectif est de mesurer l'importance de chaque canal de la transmission monétaire en Europe. Nos résultats figurent dans le tableau 11; la notation découle de l'analyse institutionnelle illustrée dans les tableaux 1 à 10: plus le rôle de la politique monétaire est important, plus le chiffre est élevé.

Il ressort immédiatement de l'analyse des différents canaux que le classement n'est pas homogène: il existe de nombreuses possibilités de compenser les différents effets. La France, l'Allemagne et l'Espagne réagissent globalement de manière assez comparable à la politique monétaire. L'Italie possède un canal de crédit nettement plus puissant, même s'il est quelque peu compensé par les crédits bancaires à court terme et la composition du patrimoine des

ménages, qui agissent en sens contraire. Le Royaume-Uni occupe une place à part, dans la mesure où les canaux des taux d'intérêt et du prix des actifs y sont particulièrement forts, alors que le canal du crédit est plutôt faible. En Suède, la transmission rapide de la politique monétaire à la production peut être mise en parallèle avec plusieurs facteurs: l'importance du crédit bancaire (et donc du canal du crédit), l'échéance à court terme des contrats de prêt, le rôle important joué par la sûreté du prêt et la composition du patrimoine des ménages, dont les engagements financiers dépassent 100 % du revenu disponible.

Tableau 11: Récapitulatif des facteurs intervenant dans la transmission monétaire en Europe

Les notes sont attribuées en fonction de l'analyse institutionnelle illustrée dans les tableaux 1 à 9; elles sont directement proportionnelles à l'impact de la politique monétaire.

		France	Allemagne	Italie	Espagne	Suède	R-U
Taux d'intérêt	Bilan des ménages	2	4	1	3	5	6
	Crédit à taux révisable	4	4	6	4	4	6
	Révision des taux de crédit	2	1	5	5	n.d	6
Crédit	Importance des petites banques	4	5	4	4	n.d	1
	Santé des banques	4	3	5	3	n.d	1
	Importance des petites entreprises	1	3	5	5	n.d	1
	Disponibilité des fin. non bancaires	4	4	5	4		1
Prix des actifs	Taux de change	3	4	4	2	5	6
	Logement	3	4	1	2	5	6

3. Les éléments empiriques

Dans cette section, nous nous tournons vers les éléments économétriques empiriques afin de savoir si les différences institutionnelles que nous avons examinées se traduisent par des asymétries quantifiables au niveau de l'impact de la politique monétaire.

En règle générale, les informations disponibles sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire se présentent sous deux formes: les faits basés respectivement sur des données agrégées et désagrégées. Dans le cas de l'Europe, la plupart des informations reposent sur des données agrégées; nous disposons donc d'une certaine latitude pour approfondir nos connaissances à partir d'études fondées sur des données désagrégées.

3.1 . Les éléments macroéconométriques

Les informations disponibles se présentent sous deux formes: elles reposent sur de "grands" ou de "petits" modèles économétriques. Les premiers existent sous une forme compacte grâce à un projet organisé par la Banque des règlements internationaux (BRI) (BIS, 1995). L'objectif de la BRI était d'identifier en quoi l'efficacité de la politique monétaire différerait d'un pays à l'autre et de voir si ces disparités pouvaient expliquer en partie les spécificités des structures financières. Les instruments utilisés sont les grands modèles économétriques développés par les banques centrales nationales et le modèle macroéconométrique élaboré par les équipes du Conseil des gouverneurs de la Réserve Fédérale, qui couvre les pays du G7. Tous ces modèles se fondent sur des données trimestrielles et servent à réaliser le même exercice de politique monétaire: un relèvement temporaire (8 trimestres) de 1 % du taux d'intérêt directement contrôlé par la banque centrale locale. Deux études ont été menées récemment pour évaluer l'impact des chocs de la politique monétaire dans différents pays à partir de petits modèles économétriques: une modélisation fondée sur une méthode structurelle d'autorégression vectorielle par Gerlach et Smets (1995), et par Barran, Coudert et Mojon (1997); une estimation à partir du Small Stylised Dynamic Model réalisée par la Banque d'Angleterre (Britton et Whitley, 1997). Bien que la structure statistique utilisée soit comparable (une forme réduite), ces études se distinguent par les restrictions d'identification des données qu'elles imposent.

Pour évaluer avec efficacité le mécanisme monétaire de l'UEM, ces simulations doivent reproduire aussi fidèlement que possible les conditions en vigueur à l'intérieur de l'UEM. Trois aspects sont à prendre en considération. Premièrement, il faut faire la distinction entre les effets directs d'un mouvement des taux d'intérêt sur les prix et la production, d'une part, et les effets indirects induits par les variations des taux de change qui résultent de la fluctuation des taux d'intérêt, d'autre part. Au niveau des variations des taux de change, il convient ensuite de distinguer un canal intra-UEM et un canal extra-UEM (essentiellement en dollars) car seul le premier disparaîtra dans l'UEM. Ce point est important dans la mesure où les pays du SME se caractérisent par des spécificités dans leurs mécanismes de transmission, qui résultent simplement des fluctuations des taux de change intra-européens induites par un changement de politique monétaire. Deuxièmement, la simulation doit prendre en compte la réaction à un mouvement simultané des taux d'intérêt dans tous les pays, comme ce sera le cas au sein de l'UEM. Troisièmement, il doit être possible de tester la signification statistique des différences entre les pays observées au niveau de la réaction des prix et de la production à une variation des taux d'intérêt – sur la base des estimations ponctuelles des paramètres qui

caractérisent les mécanismes de transmission de la politique monétaire, il devrait être possible d'élaborer un test de l'hypothèse nulle d'homogénéité entre les pays.

Malheureusement, il n'existe aucune simulation présentant ces caractéristiques. Dans le modèle de la BRI, seules les simulations relatives à la France, à la Belgique, à l'Italie et aux Pays-Bas reposent sur l'hypothèse de taux de change exogènes intra-européens. Pour les autres pays, il est impossible de séparer le canal des taux de change intra-européens – c'est notamment le cas de l'Espagne, de l'Autriche et du Royaume-Uni. Par ailleurs, la plupart des simulations s'intéressent au mouvement des taux d'intérêt dans un seul pays à la fois; aucune ne permet de tester l'hypothèse d'homogénéité dans le mécanisme monétaire. Nous devons revoir ces éléments, déterminer jusqu'où ils peuvent nous mener et essayer ensuite de dépasser leurs limites en présentant de nouvelles données.

3.1.1 *Les grands modèles économétriques*

Le tableau 12 présente les estimations, fondées sur les modèles des banques centrales nationales, de la réaction, en termes de production et d'inflation, à un relèvement d'un point de pourcentage des taux d'intérêt sur deux ans. Dans le premier groupe (Allemagne, Autriche, Royaume-Uni, Espagne et, à titre de comparaison, les États-Unis), le taux de change est endogène; dans le second (France, Pays-Bas, Belgique et Italie), les taux de change intra-européens ont été maintenus à un niveau fixe. Les deux ensembles de simulations ne sont donc pas directement comparables. Il en ressort deux faits: le Royaume-Uni et l'Italie sont a priori les pays dans lesquels la politique monétaire a le plus fort impact sur la production, et l'Espagne, celui dans lequel il est le plus faible. Au Royaume-Uni, la chute de la production est deux fois plus importante qu'en Allemagne au cours de la première année de resserrement monétaire, et trois fois plus importante la seconde année. En Espagne, la hausse des taux d'intérêt n'a absolument aucun effet sur la production.

Ces résultats sont comparables car ils procèdent tous de l'hypothèse d'un taux de change endogène, mais ils fournissent peu d'informations sur la manière dont fonctionnerait le mécanisme monétaire si le canal des taux de change intra-européens était fermé. Les comparaisons des pays du second groupe sont plus parlantes, puisque ces simulations reposent sur l'hypothèse de taux constants à l'intérieur du mécanisme européen des changes (MCE). L'impact d'un durcissement monétaire est plus faible en Belgique et aux Pays-Bas, plus fort en Italie. La réaction italienne est deux fois plus importante qu'aux Pays-Bas au moment de l'impact et trois ans après le changement intervenu dans la politique monétaire. L'effet sur l'inflation est le plus sensible en Belgique et en Italie, et étonnamment faible en Autriche. La réaction perverse de l'inflation au Royaume-Uni à court terme dépend de l'inclusion des crédits hypothécaires dans le panier de l'indice des prix à la consommation (IPC) considéré: il faut trois ans pour que le prix des crédits hypothécaires soit répercuté dans l'IPC; quand l'effet est passé, la réaction de l'inflation britannique est assez forte – plus qu'en Allemagne.

Les données du tableau 13 peuvent servir au calcul de l'impact des choix entre production et inflation. Pour les quatre pays pour lesquels on dispose de résultats dans l'hypothèse de taux de change fixes intra-MCE, la comparaison tourne à l'avantage des petites économies ouvertes, telles que la Belgique et les Pays-Bas, par rapport à la France et à l'Italie. Les répercussions d'un resserrement monétaire, estimées sur la base du modèle MCM de la Réserve Fédérale (voir tableau 14), sont davantage comparables d'un pays à l'autre, ce qui

laisse penser que certaines des différences observées avec les modèles nationaux pourraient simplement provenir des spécificités de ces modélisations. La simulation de la Réserve Fédérale, en revanche, considère les taux de change endogènes et, à ce titre, donne peu d'informations dans la perspective de l'UEM. En définitive, aucune de ces simulations¹ ne fournit de critères statistiques permettant de mesurer l'importance des différences observées entre les pays.

Tableau 12: Le mécanisme monétaire en Europe selon les modèles des banques centrales nationales

Variation en pourcentage de la production et de l'inflation mesurée par l'IPC, suite à une hausse de 1 % des taux à court terme pendant les années t et t+1: écart en points de base par rapport à la ligne de référence. Taux de change retenus: taux de change endogènes en Allemagne, en Autriche et aux États-Unis; taux de change fixes intra-MCE pour les autres pays.

	Production				Inflation		
	année t	année t+1	année t+2		année t	année t+1	année t+2
<i>Taux de change endogènes</i>							
États-Unis	-7	-50	-121		-3	-21	-68
Allemagne	-15	-37	-30		-3	-14	-31
Autriche	-8	-14	-2		-2	-4	-5
R-U	-35	-89	-59		+89	+127	-46
Espagne	-5	-1	+3		-5	-12	-22
<i>Taux de change fixes intra-MCE</i>							
France	-18	-36	-20		-5	-15	-25
Pays-Bas	-10	-18	-15		-13	-35	-35
Belgique	-3	-12	-23		-14	-48	-79
Italie	-18	-44	-34		-16	-43	-53

¹ En principe, ce test pourrait être réalisé avec le modèle de la Réserve Fédérale, qui prend en compte plusieurs pays simultanément.

Tableau 13: Comparaisons production/inflation dans les modèles des banques centrales

Choix production/inflation: ratio entre les chutes en pourcentage de la production et de l'inflation mesurée par l'IPC, suite à une hausse de 1 % des taux à court terme pendant les années t et t+1. Taux de change fixes intra-MCE.

	année t	année t+1	Année t+2
France (*)	3,6	2,4	0,8
Pays-Bas	0,8	0,5	0,4
Belgique	0,2	0,3	0,3
Italie (**)	1,1	1	0,6

(*) Taux de change fixe uniquement par rapport aux 6 principaux partenaires du mécanisme européen de change (MCE).

(**) Taux de change fixe par rapport à tous les partenaires du MCE, à l'exception du R-U.

Tableau 14: Le mécanisme monétaire en Europe selon le modèle MCM de la Réserve Fédérale

Variation en pourcentage de la production et de l'inflation mesurée par l'IPC, suite à une hausse de 1 % des taux à court terme pendant les années t et t+1: écart en points de base par rapport à la ligne de référence. Taux de change endogènes.

	Production				Inflation		
	année t	année t+1	année t+2		année t	année t+1	année t+2
États-Unis	-46	-58	-17		-10	-23	-14
Allemagne	-72	-65	-3		-54	-44	-13
R-U	-93	-120	-31		-15	-20	-26
France	-68	-70	-10		-48	-44	-17
Italie	-44	-30	-11		-39	-28	-2

Source: BRI (1995)

3.1.2 Les petits modèles économétriques

L'utilisation de petits modèles économétriques pour estimer les effets d'un resserrement monétaire reflète des différences moins prononcées entre les pays. Gerlach et Smets (1995) ont retenu un modèle d'autorégression vectorielle trivarié pour les prix, la production et le taux d'intérêt à court terme; Barran, Coudert et Mojon (1997) appliquent un modèle similaire et augmentent la spécification en intégrant de manière explicite le taux de change, sans se montrer pour autant très convaincants dans leur résolution du problème d'identification². La

² En dépit de l'intégration des taux directeurs et des taux de change dans leur modèle, ils conservent un modèle d'identification récursif, en justifiant leur démarche par le fait que les estimations obtenues sur la base de cette hypothèse sont plausibles, dans le sens où elles sont cohérentes avec leur conception a priori.

structure du modèle de Britton et Whitley (1997) est beaucoup plus complète: elle prend en compte la demande intérieure, les importations, les exportations, les taux courts et longs, l'inflation, le taux de change nominal et plusieurs variables exogènes, notamment le prix du pétrole et les taux d'imposition. L'étude de Gerlach et Smets repose sur des données trimestrielles pour la période 1979-1993, celle de Britton et Whitley couvrant une période plus longue, de 1964 à 1994, également sur la base de données trimestrielles. La première prend en compte tous les pays du G7, la seconde uniquement un sous-groupe composé de la France, de l'Allemagne et du Royaume-Uni. Ni l'une ni l'autre ne permettent une approche simultanée des différents pays. En revanche, l'analyse de Dornbusch, Favero et Giavazzi (1998) utilise un petit modèle structurel simultané pour la production de plusieurs pays européens, afin d'évaluer l'impact de la politique monétaire à un taux de change donné en Europe.

L'identification est une étape décisive dans une méthode d'autorégression vectorielle. Cet aspect est parfaitement mis en avant par Kieler et Saaranheimo (1998), lesquels montrent clairement combien les informations obtenues sont tributaires de la structure d'identification. L'étude de Gerlach et Smets part de l'hypothèse que les chocs de la politique monétaire n'ont pas d'impact concomitant ou à long terme sur la production. Une telle approche est problématique: l'imposition de restrictions à long terme suppose la stabilité de toutes les variables dépendantes au sein du modèle d'estimation – sinon, les réactions à long terme ne peuvent être contenues en raison de leur caractère explosif; or, il est peu probable que les variables utilisées satisfassent cette condition. L'imposition de restrictions à long terme dans des modèles mal définis peut engendrer des erreurs de représentation du processus de génération des données (voir Faust et Leeper, 1997): le modèle de Gerlach et Smets décrit l'économie dans sa globalité avec seulement trois variables; il y a donc fort à parier qu'il soit sous-paramétré. Par ailleurs, les autorités monétaires de tous les pays sont censées réagir au même ensemble de variables: c'est une évidente source d'erreur de spécification, qui pourrait conduire à fausser les représentations des chocs de la politique monétaire. L'éventualité d'une spécification erronée soulève aussi un problème d'identification. Supposons que la Banque d'Italie ait réagi aux modifications de la politique monétaire allemande: ne pas prendre en compte les taux allemands dans la spécification de la fonction de réaction italienne conduirait à identifier comme une innovation endogène de la politique monétaire italienne ce qui ne serait en réalité que la réponse endogène de la Banque d'Italie à une innovation dans la politique monétaire allemande. La réaction économique reflétée dans ce modèle serait donc la réponse à une impulsion mal identifiée. Enfin, le choix très limité de variables ne permet pas d'opérer une distinction entre un canal domestique et le canal du taux de change, d'où le peu d'utilité de cet exercice dans le cas qui nous intéresse. Par ailleurs, l'intéressant exercice de simulation qui consiste à mettre en œuvre un mouvement coordonné des taux d'intérêt dans tous les pays de l'UE ne peut pas s'appliquer dans ce contexte.

En revanche, le petit modèle structurel utilisé par Britton et Whitley procède à l'identification en appliquant aux données le modèle plus étendu de Dornbusch. Dans les principaux pays européens, une étroite corrélation a été établie entre l'écart entre les taux d'intérêt locaux et les taux d'intérêt allemands, d'un côté, et le taux de change allemand, de l'autre, en particulier depuis la crise du mécanisme de change (MTC) en 1992 et jusqu'au début des manœuvres de convergence en 1996. Cette situation – un élargissement de l'écart assorti d'une dépréciation des devises faibles par rapport au Deutschemark – est difficilement

conciliable avec le modèle Dornbusch, d'où les interrogations soulevées par les restrictions imposées aux données dans le cadre de l'identification.³

Dornbusch et al. (1998) prennent en compte six pays représentatifs de l'UEM: l'Allemagne, trois pays européens "participants" (France, Italie et Espagne) et deux pays "non participants" (le Royaume-Uni et un pays nordique, la Suède).

L'impact d'une variation du taux court est ressenti (de manière significative) au bout de 8 mois en Italie, en Espagne, en Suède et au Royaume-Uni, de 9 mois en Allemagne et de 12 mois en France. L'effet sur la production est toujours significatif, bien qu'à divers degrés. Les auteurs font état de répercussions très similaires en Allemagne, en France et au Royaume-Uni, dans une fourchette de 0,45-0,56; plus faibles en Espagne, à 0,37, et supérieures en Suède et en Italie, avec respectivement 0,95 et 1,11. Cependant, le test d'homogénéité de tous ces coefficients ne résiste pas au seuil critique de 10 %. L'impact à deux ans montre des différences plus marquées et les restrictions d'homogénéité sont rejetées au seuil critique de 1 %, indiquant des différences notables, mais pas spectaculaires, dans l'effet produit par la politique monétaire sur la production des pays considérés.

En résumé, les données empiriques disponibles montrent une différence importante selon que les résultats sont fondés sur de grands ou de petits modèles économétriques. Ces derniers, en particulier, ne détectent pas les différences entre les pays dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, contrairement à ce qui semble ressortir de l'estimation reposant sur de grands modèles économétriques spécifiques à un pays. Dornbusch et al. constituent ici la seule exception. Les estimations fournies par les grands modèles ne sont pas comparables d'un pays à l'autre du point de vue statistique; ils se limitent à analyser les conséquences d'un changement local dans la politique monétaire. Néanmoins, les simulations effectuées par les banques centrales nationales contiennent des informations utiles car il est probable qu'elles prennent en compte "l'expérience locale" concernant le mécanisme monétaire d'un pays donné.

Dans l'ensemble, et comme l'indiquent clairement Kieler et Saaranheimo (1998), les spécialistes en économétrie n'ont toujours pas trouvé le moyen de détecter les asymétries dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire à partir de données macroéconomiques.

3.2. Les éléments microéconométriques

Favero, Flabbi et Giavazzi (1999) ont fait une première tentative pour analyser le niveau microéconomique, en apportant des preuves empiriques de l'impact d'un durcissement de la politique monétaire sur les prêts et les dépôts des banques européennes. À partir des bilans (base de données BankScope) d'un échantillon de quelque 700 banques dans six pays européens, ils ont mené une étude de cas portant sur la réaction du système bancaire à un épisode de resserrement monétaire survenu au cours de l'année 1992. Les éléments qui

³ Une autre interrogation concerne la stabilité de la demande de monnaie sur la longue période (1964-1994) prise en compte dans leur estimation. Une spécification identique pour la demande de monnaie a été adoptée pour les trois pays et aucun test de la stabilité structurelle n'est fourni. Une spécification incorrecte de l'équation de la demande de monnaie entraînerait une confusion entre les chocs de la demande de monnaie et les chocs de l'offre de monnaie; c'est-à-dire un aspect essentiel de la présente analyse.

établissent, pour cette année-là, la preuve d'une contraction générale des liquidités de toutes les banques de l'échantillon ont déterminé le choix de 1992 comme période de durcissement monétaire à l'échelon européen. Étant donné cette mesure de politique monétaire, ils ont examiné le premier maillon dans la chaîne de transmission et analysé la réaction en matière de prêts et de dépôts pour les banques sélectionnées.

Ils ont obtenu deux résultats principaux. D'une part, la différence de comportement des banques européennes dépend de leur taille. Dans les pays où il existe un canal du crédit (Allemagne, Espagne et Italie), la réaction du crédit bancaire à un changement de politique monétaire semble se concentrer au niveau des plus grandes banques. La consolidation rapide du secteur bancaire en Espagne et en Italie pourrait donc renforcer l'effet du canal du crédit. D'autre part, ils ont mis en évidence l'apparente absence de canal du crédit en France — un résultat corroboré par les données qui indiquent que le marché financier français est le plus proche du modèle "anglo-saxon" en Europe continentale.

4. Asymétries dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire: l'UEM va-t-elle entraîner leur disparition?

La question évidente qui se pose est de savoir si l'UEM va éliminer les asymétries dans les structures financières européennes et réduire ainsi les différences observées dans les mécanismes de transmission. Deux domaines réclament une action politique urgente: le secteur bancaire et la réglementation des marchés financiers en général, et des marchés du logement en particulier.

4.1. Le mécanisme de transmission et la consolidation du secteur bancaire européen

Danthine et al. (1999) examinent en détail l'avenir du secteur bancaire européen dans le cadre de l'UEM. L'expérience très différente qu'ont l'Europe et les États-Unis de la consolidation du secteur bancaire constitue le point de départ de leur étude. En dépit de la consolidation massive qui s'est produite aux États-Unis ces dix dernières années, la concentration des banques au niveau local a plutôt diminué. Le tableau 15 présente l'indice Herfindahl de la concentration des marchés locaux pour les dépôts bancaires: la consolidation ne s'est accompagnée d'aucun changement majeur dans la concentration.

Tableau 15: Mesures de concentration sur les marchés bancaires aux États-Unis

	Pourcentage des actifs totaux des banques nationales détenus par les huit plus grandes banques	Indice de concentration Herfindahl Communautés urbaines	
		comtés (urbains)	comtés ruraux
1988	22,3	2 020	4 316
1997	35,5	1 949	4 414

L'indice Herfindahl des dépôts correspond à 10 000 fois la somme des carrés des parts de marché basées sur les dépôts des banques fonctionnant dans les comtés urbains et ruraux.

Source: Berger et al. (1998), reproduit dans Danthine et al. (1999).

Le tableau 16 décrit les caractéristiques de la consolidation qu'a connue jusqu'à présent l'Europe. À l'inverse des États-Unis, la plupart des opérations bancaires européennes (la moitié de toutes les fusions-acquisitions en 1997) ont concerné des établissements implantés dans le même pays. L'activité transfrontalière s'est limitée à des opérations faisant intervenir une banque et une institution financière non-bancaire, dans la plupart des cas une banque d'investissement, une compagnie d'assurance ou un gestionnaire d'actifs. Alors que les opérations transfrontalières sont motivées par la recherche d'une expérience dans le domaine du financement aux entreprises et de la gestion des actifs — des compétences peu répandues

dans les banques d'Europe continentale — les opérations intra-frontalières répondent le plus souvent à une recherche de taille critique.

Tableau 16: Acquisitions de banques en Europe
(valeur de toutes les opérations en milliards de dollars)

	1993	1995	1997
Total	19	40	122
dont:			
- banque/banque nationale	9	24	60
- banque/banque transfrontalière	1	8	7
- banque/non-banque	9	8	55

Source: Goldman Sachs, reproduit dans Danthine et al. (1999).

Il y a deux raisons d'être attentif. La première est la concurrence. En effet, les banques européennes ont une tendance naturelle à se regrouper à l'intérieur de leurs frontières nationales, d'où des ratios de concentration nettement supérieurs dans ce secteur à ceux observés aux États-Unis. Ce mouvement s'explique par les réductions de coûts attendues, la culture et la confiance, ainsi que par la recherche d'une position de puissance en ces périodes d'insécurité et de mutations sur le marché. Les moutons resserrent les rangs en cas de danger. Dans le domaine de la banque commerciale, c'est la recherche de davantage de diversification qui explique le succès des concentrations inter-états aux États-Unis. La faiblesse des fusions-acquisitions transfrontalières en Europe est préoccupante: si elle peut s'expliquer par le fait qu'il n'est pas nécessaire de quitter les frontières d'un État européen pour recueillir une bonne partie des résultats de la diversification, elle présente le risque de voir les banques commerciales européennes tenter d'atteindre la taille critique sur leur créneau simplement à travers une opération de fusion-acquisition avec leurs concurrents à l'échelon national. Cette tendance manifeste à la consolidation à l'intérieur des frontières constitue un défi pour les autorités de surveillance de la concurrence, dans la mesure où elle va probablement renforcer les monopoles locaux. Ceci est particulièrement important pour l'accès des petites entreprises au crédit, alors que les grandes sociétés auront directement accès aux marchés des capitaux en euro, et que les consommateurs pourront se tourner vers des gestionnaires d'actifs spécialisés et la banque directe.

La seconde concerne les répercussions pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Des préférences et des traditions nationales peuvent être à l'origine des différences entre pays dans le processus d'intermédiation financière. Par conséquent, il est possible qu'une institution financière consolidée, transfrontalière, souhaite continuer à offrir des produits distincts sur différents marchés. De la même façon, les rôles respectifs des marchés et des intermédiaires peuvent avoir des fondements historiques qui ne permettent pas les mutations rapides. Néanmoins, la création de prestataires de services financiers transfrontaliers, à un moment où entreprises et consommateurs européens vont probablement se rapprocher, devrait conduire à une homogénéisation des pratiques financières à travers l'UEM.

On pourrait s'attendre, par exemple, à un renforcement de la capacité des moyennes entreprises italiennes à saisir les occasions offertes par l'émergence des marchés financiers à l'échelon européen si la Deutsche Bank absorbait la Banca Commerciale Italiana; de leur côté, les clients de la Banca Commerciale pourraient bénéficier du savoir-faire à l'échelon mondial de Deutsche Bank-Bankers Trust, par opposition avec l'éventualité d'une fusion locale entre Banca Commerciale et Unicredito. Dans ce dernier cas, c'est-à-dire selon un schéma de consolidation à l'échelon purement national, il n'y a aucune raison de croire que les relations bancaires traditionnelles seraient remises en cause et alignées sur les meilleures pratiques en vigueur en Allemagne et en Europe.

Ces deux perspectives, à savoir une position renforcée sur le marché et le mécanisme de transmission, conduisent à la même conclusion: il faut privilégier les consolidations bancaires transfrontalières plutôt que les concentrations nationales. Les fusions transfrontalières tirent parti des économies d'échelle sans présenter de menace pour la concurrence. Les fusions entre des banques possédant des savoir-faire financiers spécifiques facilitent également la transmission des pratiques les plus probantes par delà les frontières, contribuant ainsi à la convergence vers un modèle unique qui assure la synthèse des divers systèmes d'intermédiation financière.

Les fusions internationales entre banques commerciales vont toutefois à l'encontre du désir fréquent et profondément ancré de favoriser l'émergence de champions nationaux. Dans certains pays plus que dans d'autres, mais plus souvent qu'il ne faudrait, ces fusions ont mauvaise presse et sont boudées, voire même contrecarrées, et ceci d'autant plus s'il s'agit d'un rachat par une banque étrangère. Ce qui apparaît souvent comme une question de fierté nationale relève à notre avis d'une attitude peu judicieuse que devraient combattre les politiques et les autorités. Le public, en particulier les petites et moyennes entreprises, auront tout à gagner des services d'une banque multinationale assez importante pour être un prestataire efficace, mais aux pouvoirs limités sur le marché local, plutôt que d'être les clients d'un champion local de taille comparable jouissant d'une position oligopolistique sur ses marchés locaux.

En conclusion, nous considérons qu'il faudrait décourager les concentrations à l'échelon national et supprimer les obstacles réglementaires et politiques aux fusions transfrontalières. Celles-ci permettent l'émergence de prestataires efficaces sans pour autant porter préjudice à la concurrence et contribuent à homogénéiser les pratiques bancaires. De ce fait, ces consolidations favorisent la convergence des mécanismes qui permettront la transmission d'une politique monétaire unique aux économies réelles des pays européens. Il est temps d'encourager l'émergence de compétiteurs européens, plutôt que de champions nationaux.

Les principaux acteurs de cette initiative seront les autorités nationales compétentes en matière de concurrence. Si les autorités locales ou la Commission européenne – qui prend le parti de la prudence en cas de doute – s'opposent à la consolidation du secteur bancaire à l'échelon national au-delà d'un certain degré de concentration, les banques nationales seront contraintes, et apprendront progressivement, à aller contre leur penchant naturel et à se regrouper à l'échelon international, le cas échéant. Les économies d'échelle recherchées seront réalisées sans distorsion de la concurrence sur les marchés locaux tout en permettant une accélération de l'harmonisation du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

4.2. Correction des asymétries résiduelles sur les marchés financier et du logement

McLennan et al. (1998) prescrivent plusieurs mesures de nature à favoriser l'harmonisation et, secondairement, la mobilité de la main-d'œuvre:

1. *Encourager le recours au crédit hypothécaire à taux fixe et aux emprunts en général.*
2. *Appliquer aux ratios prêt/valeur du bien acquis des plafonds prudentiels plus rigoureux.*
3. *Réserver une plus large part, dans le régime public de pension, au volet "répartition";*
4. *Encourager le développement du marché locatif privé et promouvoir l'application, autant que possible, de loyers libres dans le secteur du logement social.*
5. *Éviter l'accroissement des tensions sur le marché immobilier, qui affectent la mobilité de la main-d'oeuvre, en modulant davantage les taxes foncières de manière à réduire l'instabilité des prix des logements.*
6. *Le cas échéant, encourager l'ouverture des marchés du crédit, des professions juridiques et des agents immobiliers à la concurrence en réduisant les obstacles juridiques à l'utilisation du nantissement de biens immobiliers et en abaissant les coûts des transactions dans les pays de l'UEM caractérisés par la tendance inverse.*

Leur analyse rejoint en partie celle de Cecchetti (1999), qui fait de l'harmonisation légale une condition préalable à l'harmonisation financière et à la symétrie au sein du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Références

- Allen F. and Gale D. (1997)**, “Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing”, *Journal of Political Economy*, 105, no. 3, pp. 523-546.
- Asdrubali P., Sorensen B.E. and Yosha O. (1996)**, “Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990”, *The Quarterly Journal of Economics*, 1081-1110.
- Bank for International Settlements (1995)**, *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, Basel.
- Barran F. Coudert V., and Mojon (1997)**, “La transmission des politiques monétaires dans les pays européens”, *Revue Française d’Economie*, 12, 2, 133-176.
- Bayoumi T. and Eichengreen B. (1993)**, “Shocking aspects of European Monetary Integration”, in F. Torres and F. Giavazzi (eds.), *Adjustment and Growth in EMU*, CEPR-University Press, Cambridge.
- Berger, A. N., Demsetz R.S., and Strahan P.E. (1998)**, “The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future”, mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve System, November.
- Danthine, J.P., et al., A Brave New World: European Banking After EMU**, CEPR, London, 1999.
- Bernake B. and Blinder A. (1988)** “Money, Credit and Aggregate Demand”, *American Economic Review*.
- (1992), “The Federal Funds Rate and the channels of monetary transmission”, *American Economic Review*, 82, 901-921
- Bernanke, B.S. and Gertler M. (1995)**, “Inside the black box: the credit channel of monetary transmission mechanism”, *The Journal of Economic Perspectives*, 9, Fall.
- Bernanke B. and Mihov I. (1996)**, “What does the Bundesbank target?”, *European Economic Review*, 41, 1025-1054
- (1998) “Measuring Monetary Policy”, *Quarterly Journal of Economics*, 113, 869-902.
- Borio, C.E.V. (1996)**, “Credit Characteristics and the monetary policy transmission mechanism in fourteen industrial countries”, in K. Alders et al. eds., *Monetary Policy in a Converging Europe*, Kluwer Academic Publishers, Amsterdam.
- Britton E. and Whitley J. (1997)**, “Comparing the monetary transmission mechanism in France, Germany, and the United Kingdom: some issues and results”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, May.
- Carlino G. and deFina R. (1996)**, “Does Monetary Policy Have Differential Regional Effects?” *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
- Cecchetti S. (1999)**, “Legal Structure and asymmetries in the monetary transmission mechanism in Europe”, paper presented at the conference “The Monetary Transmission Process: Recent Developments and Lessons for Europe”, organised by the Bundesbank, Frankfurt, April 1999.

- CEPR (1997), "Options for the Future Exchange Rate Policy of the EMU", unpublished manuscript.
- Christiano L., Eichenbaum M. and Evans C.** (1999), "Monetary Policy shocks: what have we learned and to what end?" in Taylor and Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, North-Holland.
- Clarida R. and Gertler M.** (1996), "How the Bundesbank conducts monetary policy", *NBER W.P.* No. 5581.
- Clarida R., Gali J. and Gertler M.** (1997), "Monetary policy rules in practice: some international evidence", paper presented at 1997 ISOM Conference.
- Cerasi V., Chizzolini B., and Ivaldi M.** (1998), "Sunk Cost and Competitiveness of European Banks after Deregulation", *FMG Discussion Paper*, 290, London School of Economics.
- Coudert V. and Mojon B.** (1997), "Asymétries financières et transmission de la politique monétaire en Europe", *Economie & Prévision*, 128.
- Danthine et al.** (1999), *Monitoring European Integration 9: The Future of Banking in EMU*, CEPR, London.
- De Bondt G.J.** (1998), "Credit and asymmetric effects of monetary policy in six EU countries: an overview", *De Nederlandsche Bank Staff Report*.
- Dornbusch R., Favero C.A. and Giavazzi F.** (1998), "The Immediate challenges for the European Central Bank", *Economic Policy*, 26, 17-64.
- Duguay P.** (1994), "Empirical evidence on the strength of the monetary transmission mechanism in Canada: an aggregate approach" *Journal of Monetary Economics*, 33(1), 39-61.
- Eichengreen B. and Wyplosz C.** (1998), "The Stability Pact: more than a minor nuisance?", *Economic Policy*, 26, pp 65-114.
- Ericsson N.R., et al.** (1997), "Understanding a monetary condition index", unpublished manuscript.
- Fatas A.** (1998), "Does EMU need a fiscal federation?", *Economic Policy*, 26, pp. 163-204.
- Favero, C.A., Flabbi L. and Giavazzi F.,** "The Credit Channel and asymmetries in the Monetary Policy Transmission Mechanism in Europe: Evidence from Banks Balance Sheets", mimeo, Bocconi University, Milan.
- Faust, J.** (1996), "Whom Can We Trust To Run the Fed? Theoretical Support for the Founders' Views", *Journal of Monetary Economics*, 37, pp.267-283.
- Faust J. and Leeper E.M.** (1997), "When do long-run identifying restrictions give reliable results?" *Journal of Business Economics and Statistics*.
- Gerlach S. and Smets F.** (1995), "The monetary transmission mechanism: Evidence form the G-7 countries", *BIS discussion paper* .
- Giovannetti G. and Gennari E.** (1998), "Financial Structure and the monetary transmission mechanism in Europe: Some empirical evidence", mimeo EUI, Florence.

Goodfriend M. (1991), “Central bank behaviour and interest rate smoothing”, *Journal of Monetary Economics*.

(1996/5), “The Biases of Federal Reserve Bank Presidents”, *Economic Inquiry*, 33(1) April, pp. 274-284.

Kashyap A.K., Stein J.C. and Wilcox D.C. (1993), “Monetary policy and credit conditions: Evidence from the composition of external finance”, *American Economic Review*, March, 83, 78-98.

Kashyap A.K. and Stein J.C. (1997), “The role of banks in monetary policy: a survey with implications for the European monetary union”, *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago.

(1997), “What do a million banks have to say about the transmission of monetary policy?”, *NBER w.p.*, 6056.

(1997), “The impact of monetary policy on bank balance sheets”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 42.

Kieler M. and Saarenheimo T. (1998), “Differences in monetary policy transmission? A case not closed”, European Commission, *Economic Papers*, No. 132, November.

Kiyotaki, N. and Moore J. (1997), “Credit Cycles”, *Journal of Political Economy*, 105, 2, pp. 211-248.

Kuttner N.K. and Lown C.S. (1998), “Government Debt, the composition of bank portfolios and the transmission of monetary policy” mimeo, Federal Reserve Bank of New York.

Levin, A., Rogers J. and Tryon R. (1997), “A Guide to FRB/Global”, unpublished manuscript, Board of Governors of the Federal Reserve.

Maclennan D, Muellbauer J.N.J. and Stephens M. (1998), “Asymmetries in housing and financial market institutions and EMU”, mimeo, Nuffield College, Oxford.

Mundell, R.A. (1961), “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, 51, 657-65.

Obstfeld M. and Peri G. (1998), “Regional non-adjustment and fiscal policy”, *Economic Policy*, 26, pp. 205-260.

Pennant-Rea, R. et al (1997), “The Ostrich and the EMU”, Centre for Economic Policy Research, London.

Pennant-Rea, R. (1997), “Reserve Banks, the Discount Rate Recommendation, and FOMC Policy”, unpublished manuscript, Federal Reserve Bank of Boston.

Pennant-Rea, R. and Suppel R. (1994), “Central Bank Constitutions for Federal Monetary Policy”, *European Economic Review*, 38, 774-782.

Ramaswamy R. and Sloeck T. (1998), “The real effect of monetary policy in the EU: What are the differences?”.

Publications récentes de la Série Affaires économiques

Ces documents sont tous disponibles sous forme imprimée. Certains sont également disponibles INTERNET, sur la page

<http://www.europarl.eu.int/dg4/wkdocs/catalog/en/catecon.htm>

Amélioration des paiements transfrontaliers dans la zone euro

(ECON 123, août 2000, En, Fr, De)

Stratégies pour l'économie de l'UE

(ECON 122, novembre 1999, En, Fr, De)

Aspects de la protection des consommateurs des directives d'amendement du UCITS du 17 juillet 1998

(ECON 121, Novembre 1999, En, F, De)

Fonctionnement et Supervision des Institutions Financières Internationales (2 volumes)

(ECON 118, mars 2000, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

UME et Elargissement: revue des questions politiques

(ECON 117, janvier 2000, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

Détermination des Taux d'intérêt

(ECON 116, décembre 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

Options pour la Gestion des Taux de change de la BCE

(ECON 115, octobre 1999, En, Fr, De)

L'Euro comme 'Monnaie Parallèle', 1999-2002

(ECON 114, septembre 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

Investissements Publics et Privés dans l'Union Européenne

(ECON 113, mai 1999, En, Fr, De)

La Politique Monétaire de la BCE suivant l'article 105 du Traité

(ECON 112, mai 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

Frais de Main d'œuvre et Politique Salariale au sein de l'UME

(ECON 111, avril 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

Transmission de la Politique Monétaire dans la Zone Euro

(ECON 110, avril 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

Prévisions des déficits budgétaires

(ECON 109, avril 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

Faisabilité d'une 'TaxeTobin' internationale

(ECON 107, mars 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

Supervision Prudente dans le Contexte de l'EMU

(ECON 102, rev.1. mars 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

UME: Relations entre les 'pays membres' et 'les pays tiers'

(ECON 106, octobre 1998, En, résumé/conclusions dans toutes les langues)

Concurrence Fiscale dans l'Union Européenne

(ECON 105, octobre 1998, En, Fr, De , résumé/conclusions dans toutes les langues)

Ajustement aux Chocs Asymétriques

(ECON 104, septembre 1998, En, Fr, De)

Les Conséquences Sociales sur la TVA

(ECON 103, avril 1998, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

Le Rôle International de l'Euro

(ECON 101, mars 1998 En, Fr, De, résumé dans toutes les langues).

Les Conséquences Sociales et Economiques de l'abolition du Duty Free au sein de l'Union Européenne

(W 30, octobre 1997, En, Fr, De, résumé dans toutes les langues)

Coordination des Politiques Fiscales Nationales dans le Contexte de l'Union Monétaire

(É 6, octobre 1996, En, Fr, De, résumé dans toutes les langues)