



No 1994 – 14  
Décembre

Union monétaire et convergence :  
qu'avons nous appris ?

---

Jean Pisani-Ferry

## SOMMAIRE

Résumé.....	3
Abstract.....	5
Introduction.....	7
1. Quelle convergence? .....	8
1.1. La doctrine communautaire de la convergence.....	8
1.2. Union monétaire et convergence.....	9
2. La redécouverte des asymétries.....	14
2.1. Les asymétries revisitées.....	15
2.2. Les asymétries en action.....	21
2.3. Les leçons des dévaluations.....	24
3. La convergence peut-elle être perverse?.....	25
3.1. L'intégration économique contre l'union monétaire? .....	25
3.2. L'union monétaire contre la convergence réelle? .....	27
Conclusion.....	28
Références.....	30
Liste des documents de travail du CEPII.....	34

## **RESUME**

Cet article examine ce que les dernières années nous ont appris quant à la convergence des économies européennes dans la perspective de l'union monétaire. Il s'appuie pour cela sur un bilan des recherches récentes et sur une analyse des événements économiques du dernier cycle.

La première partie porte sur les différentes définitions de la convergence et sur leur adéquation aux problèmes posés par l'UEM. Les critères de convergence fixés pour décider du passage à la monnaie unique mettent l'accent sur les performances nominales, alors que la théorie des zones monétaires optimales inviterait plutôt à retenir des critères réels. Ce choix, qui renvoie aux débats communautaires entre "économistes" et "monétaristes", s'explique par l'économie politique de la négociation. Il n'est cependant pas sans fondement économique. Le gradualisme monétaire peut se justifier par la nécessité d'adapter l'économie à la désinflation, de s'assurer de son caractère durable, et de vérifier sur un cycle qu'il y a bien homogénéité des préférences de politique économique parmi les pays candidats.

La seconde partie est consacrée à la question des asymétries. On sait qu'une union monétaire induit des coûts économiques d'autant plus élevés que les économies participantes présentent entre elles des asymétries de structure ou de comportement. Un ensemble de travaux récemment conduits sur les pays européens et les Etats américains a montré que le degré d'asymétrie entre les premiers était plutôt plus faible qu'entre les seconds -surtout entre les pays du "coeur" de la Communauté, mais que les mécanismes d'ajustement aux chocs n'étaient pas les mêmes : aux Etats-Unis, ils passent par la mobilité des facteurs et accessoirement par les stabilisateurs automatiques du budget fédéral ; en Europe, ils passent principalement par les prix relatifs.

Parallèlement, la récession a mis en lumière des asymétries entre Etats de la Communauté : ainsi les conséquences macro-économiques et distributives d'une variation du taux de marché monétaire semblent-elles différer sensiblement entre les pays qui, comme le Royaume-Uni, se caractérisent par une indexation rapide et générale des taux de crédit sur le taux du marché monétaire et ceux où, comme en Allemagne, cette indexation est lente et inégale. Enfin, les dévaluations de 1992-93 ont montré que dans un contexte de désinflation et d'excès d'offre, le taux de change nominal restait en mesure de modifier durablement le taux de change réel. En définitive, la convergence réelle demeure une question importante.

La troisième partie examine la validité de certains arguments au gré desquels la convergence pourrait être perverse : selon certains, l'intégration économique pourrait rendre l'union monétaire plus difficile (par ce qu'elle conduit à plus de spécialisation, et donc plus d'asymétries), tandis que la convergence nominale, au cours de la transition, pourrait handicaper la convergence réelle (parce qu'elle induit des différenciations sur les variables réelles). Les arguments reposent toutefois sur des raisonnements a priori plutôt que sur l'analyse des effets observables de la convergence. Ils ont surtout valeur de mise en garde contre l'idée, trop simple, d'un parallélisme naturel entre convergence nominale et réelle.

Au total, les travaux récents comme l'expérience de ces dernières années conduisent à affiner l'analyse des coûts et bénéfices d'une union monétaire : les avantages de la stabilité des changes qu'elle assure sont désormais bien visibles, après que la crise du SME a montré qu'une coopération entre banques centrales ne suffisait pas à elle seule à maintenir cette stabilité ; les coûts potentiels d'un régime de changes fixes en présence d'asymétries de structure ou de comportement sont également plus apparents. Des risques plus tangibles, des bénéfices plus visibles, bref un enjeu plus élevé : c'est ainsi qu'apparaît aujourd'hui l'union monétaire.

**ABSTRACT**

This article examines what we have learned in recent years as regards the convergence of European economies towards monetary union. It draws both on a survey of recent research and on an analysis of the economic events of the last cycle.

Part one discusses the different definitions of convergence and their relevance vis-à-vis EMU. The Maastricht convergence criteria put emphasis on nominal performance while the theory of optimal currency areas would rather put emphasis on real criteria. This choice can be understood in the light of the Community debates between 'economists' and 'monetarists'. It is basically rooted in the political economy of the international negotiation. However, it is not without economic grounds. Monetary gradualism can be justified by the necessity to adapt the economy to disinflation, to make sure that disinflation is durable, and to test over an entire cycle that policy preferences are homogeneous among participating countries.

Part two is devoted to the issue of asymmetries. It is well-known that the costs of a monetary union are higher in the presence of structural or behavioural asymmetries between participating economies. A number of recent research papers have compared European countries and US states or regions, and have shown that the degree of asymmetries among the former was smaller than among the later. This is even more true when one considers only the countries of the Community 'core'. However, the adjustment mechanisms are not the same. In the US, adjustment to a shock essentially relies on labour, and capital mobility; a secondary adjustment channel operates through the federal budgets automatic stabilisers. In Europe, most of the adjustment goes through changes in relative prices.

The recent recession also highlighted asymmetries between Community member states. The macroeconomic and distributional consequences of a change in the money market rates seem to differ significantly between countries. In the United Kingdom, credit rates are generally and quickly indexed on money market rates, while in Germany, for example, indexation is slow and partial. Furthermore, the devaluations of 1992-1993 have shown that in a context of disinflation and excess supply, the nominal exchange rate was still able to modify the real exchange rate in a durable way. Real convergence therefore remains a major issue.

Part three examines the validity of arguments recently put forward, which stress the risk of a perverse convergence. According to some research, further economic integration could make monetary union more difficult (because it would lead to more specialisation and therefore more asymmetries), while nominal convergence during the transition to EMU could handicap real convergence (because it would lead to differentiations in real variables). These arguments however rely more on *a priori* reasoning than on an analysis of the observable effects of convergence. They are essentially relevant as a warning against the excessively simple idea that there is a natural parallelism between nominal convergence and real convergence.

Summing up, recent research and the experience of the last few years both lead to refine the analysis of the costs and benefits of monetary union: the advantages of the

exchange rate stability it insures are now clear, after the crisis in the ERM has shown that cooperation between central banks only is not able to deliver stability; the potential costs of a fixed exchange rate regime in the presence of structural and behavioural asymmetries are also much more apparent now than a few years ago. Both the risks and the benefits are therefore more visible now: there is much more at stake in monetary union than frequently expected a few years ago.

**UNION MONETAIRE ET CONVERGENCE: QU'AVONS-NOUS APPRIS ?**

*Jean Pisani-Ferry<sup>(\*)</sup>*

**INTRODUCTION**

La "convergence" est un objectif cardinal de la Communauté, et de grands efforts sont accomplis par les Etats membres en vue de satisfaire aux critères qui y sont attachés. L'enjeu est évidemment d'importance. Viser la convergence, c'est en principe garantir que l'unification économique européenne aboutit à un rapprochement des performances, s'accompagne d'un rattrapage des économies les moins développées, autorise le franchissement de nouvelles étapes comme l'union monétaire. C'est combattre les forces centrifuges. Mais la nature exacte de l'objectif poursuivi fait question : de quelle convergence parle-t-on ? A cette questions, les textes officiels -traité et décisions du Conseil- ne répondent pas vraiment. Ils énoncent des critères, définissent des procédures, mais restent muets sur leurs fondements. Ce flou était sans importance tant que la convergence était une aspiration sans sanction. Mais la perspective de l'Union économique et monétaire et, plus encore, la définition des conditions requises pour y participer qui figure dans le traité de Maastricht, en ont fait une question essentielle.

Cet article examine ce que les années récentes nous ont appris quant à la pertinence de différentes définitions de la convergence économique pour les pays engagés dans la construction d'une union monétaire. Les événements économiques du début des années quatre-vingt dix et les recherches sur le fonctionnement des unions monétaires ont en effet apporté des éléments nouveaux par rapport à l'état des débats et de la connaissance au moment de la préparation du traité de Maastricht.

Spécifiquement, trois questions sont discutées dans cet article. La première est celle des fondements de la doctrine communautaire en matière de convergence. En lui donnant statut légal, le traité devait nécessairement donner lieu à controverse. Pourquoi tel critère, et pas tel autre ? Pourquoi une prédominance des critères nominaux, et l'absence de tout indicateur de convergence structurelle ? Premier enjeu, d'autant plus vif que la crise du SME, puis la récession et la montée des préoccupations relatives au chômage, venaient suggérer que la panoplie des critères de Maastricht faisait problème. Ce point fait l'objet de la première partie.

En second lieu, la question des asymétries entre pays européens est revenue sur le devant de la scène. L'argument, naturel dans le cadre de la théorie des zones monétaires optimales, s'était usé à force d'avoir trop servi : évidentes, les asymétries dues à la disparité des institutions du marché du travail, des structures industrielles, ou des organisations financières n'avaient pas empêché le SME de fonctionner comme machine à convergence nominale, et d'assurer une longue période de stabilité des changes. On se doutait bien de ce que cette convergence de surface laissait subsister des disparités profondes. Mais leur trace macro-économique restait incertaine. Or la récession et la crise du SME ont provoqué une redécouverte des asymétries, tandis que parallèlement les travaux conduits sur le fonctionnement des zones monétaires existantes comme les Etats-Unis ou le Canada soulignaient la faiblesse des mécanismes d'ajustement potentiellement disponibles dans le

---

<sup>(\*)</sup> Jean Pisani-Ferry est directeur du CEPII.

cas européen et, donc, l'importance des asymétries. C'est cette question qui est analysée dans la seconde partie.



Enfin l'hypothèse implicite à tous les raisonnements sur la convergence -celle du parallélisme entre intégration économique et convergence- s'est trouvée mise en cause de deux côtés. D'une part, le réexamen de l'histoire économique des Etats-Unis à la lumière des approches récentes de la localisation industrielle a conduit Paul Krugman à contester le schéma confortable du parallélisme, pour lui substituer une causalité inverse au gré de laquelle plus d'intégration implique plus de spécialisation, et donc plus de divergence. D'autre part, l'unification économique des deux Allemagne a suggéré que l'intégration monétaire pouvait, en provoquant une convergence des salaires nominaux à un rythme sans commune mesure avec celui de la convergence des niveaux de productivité, compromettre l'intégration économique -ou du moins ne l'autoriser que sauf sous la forme extrême de la destruction du système productif le plus faible. Ainsi intégration et convergence pourraient-elles même être antinomiques. Dernier enjeu, sur lequel porte la troisième partie, tandis que la quatrième tire brièvement les conclusions d'ensemble de cette analyse.

## **1. QUELLE CONVERGENCE ?**

### **1.1. La doctrine communautaire de la convergence**

Comme il est d'usage dans les affaires européennes, la notion de convergence ne revêt pas la même signification dans le vocabulaire économique courant et dans le vocabulaire communautaire. En économie, elle fait surtout référence à des phénomènes réels, et en particulier au rattrapage des économies en retard de développement (notamment à partir des travaux initiés par Robert Barro). Dans les affaires communautaires, elle aujourd'hui surtout prise dans un sens nominal.

Il n'en a pas toujours été ainsi : la "décision du Conseil sur l'obtention d'un haut degré de convergence des politiques économiques" de 1974 avait surtout pour but d'organiser la coordination des politiques budgétaires, à travers une procédure complexe de consultation réciproque des autorités nationales<sup>1</sup>. Convergence voulait alors dire coordination. Mais en 1990, cette décision est remplacée par une autre, qui fixe pour objectif "la convergence *progressive des politiques et des performances économiques*" au cours de la première étape de l'UEM. La philosophie très keynésienne du premier texte cède place à une approche qui met l'accent sur la surveillance multilatérale et les principes qui doivent l'inspirer : "stabilité des prix, finances publiques et conditions monétaires saines, balance des paiements saine, marchés ouverts et concurrence"<sup>2</sup>. Il s'agit de rapprocher les performances nominales, mais en convergeant vers les meilleures performances plutôt que vers une moyenne. Le changement, important, signale le flou qui s'attachait à la notion de convergence dans le cadre de l'intégration européenne. Il ne dit pas pourquoi ce nouvel objectif est fixé.

Avec le traité de Maastricht, une étape de plus est franchie. La Communauté se dote de définitions précises et opérationnelles de la convergence.

- La convergence a désormais trait aux conditions requises pour participer à la monnaie unique. Celles-ci font l'objet de critères quantitatifs qui portent sur la

---

<sup>1</sup> Décision 74/120/EEC.

<sup>2</sup> Décision 90/141/EEC. Les citations sont traduites du texte anglais.

stabilité du taux de change, l'inflation, les taux d'intérêt à long terme, et le caractère soutenable de la situation des finances publiques, telle qu'elle peut être appréciée par les niveaux de la dette et du déficit des administrations.

- Parallèlement, l'objectif de "cohésion économique et sociale" recouvre ce qu'on entend souvent par convergence réelle : la réduction des écarts de niveau de développement entre les régions. Un instrument est affecté à cet objectif : les fonds structurels.
- Enfin convergence nominale et réelle se rejoignent partiellement puisque le traité institue un Fonds de cohésion destiné à financer des projets d'infrastructure dans les Etats en retard de développement qui ont mis en place un programme de convergence destiné à assainir les finances publiques. Le soutien à la convergence réelle est ainsi conditionné (faiblement) aux efforts entrepris en vue de la convergence nominale.

Cette approche, et les critères sur lesquels elle se fonde, ont fait l'objet de multiples critiques : jugés laxistes par de nombreux économistes allemands<sup>3</sup>, ces critères sont ailleurs le plus souvent vus comme indûment restrictifs. On ne reviendra pas ici sur ce débat, qui a fait l'objet de nombreux travaux<sup>4</sup>. On voudrait plutôt s'interroger, en amont, sur la question de leurs fondements. Ils ont en effet surpris les économistes, à un double titre : d'une part, parce qu'ils ne tiennent apparemment pas compte des enseignements de la recherche quant aux conditions de viabilité d'une union monétaire ; ensuite, parce qu'ils donnent priorité à des critères que nombre d'économistes tiennent généralement pour secondaires, voire inutiles. Il y a donc là un cas particulièrement intéressant de divorce entre recherche et politique économique.

## 1.2. Union monétaire et convergence

Depuis Mundell (1961), la recherche quant au choix d'un régime de change et aux conditions requises pour que des pays entrent en union monétaire a mis l'accent sur des critères structurels, essentiellement à caractère réel : degré d'asymétrie dans la distribution des chocs que subissent les économies, disparité de leurs réactions face à des chocs communs, mobilité des facteurs, efficacité des mécanismes d'ajustement alternatifs. Les facteurs monétaires ne sont certes pas absents du choix, puisque parmi les critères classiques de choix d'un régime de change figure l'importance relative des chocs réels et des chocs monétaires (Marston, 1985). Mais ils n'interviennent qu'en tant qu'ils reflètent des structures supposées invariantes. Ce n'est pas le cas du taux d'inflation observé qui est en lui-même considéré comme sans importance, sauf s'il peut être considéré comme optimal, et exprime en cela des distorsions réelles<sup>5</sup>. Il en est ainsi parce que les indicateurs nominaux

---

<sup>3</sup> En juillet 1992, une soixantaine d'économistes allemands publiaient un manifeste critiquant le traité de Maastricht et notamment le caractère laxiste des critères de convergence.

<sup>4</sup> Voir notamment Bénassy et al. (1993), Delessy et al. (1993).

<sup>5</sup> C'est l'argument du seigneurage optimal mis en avant par Dornbusch (1988) pour contester les bénéfices d'une participation à la monnaie unique des pays du Sud de l'Europe. L'idée de base est qu'en raison des distorsions que crée leur système fiscal, il sera coûteux pour ces pays de renoncer

(inflation, taux d'intérêt, change) sont considérés comme résultant d'orientations de politique monétaire vouées à l'oubli avec l'avènement d'une union monétaire pilotée par une nouvelle institution. En revanche, les critères réels (degré d'homogénéité des structures productives, flexibilité du marché du travail, mobilité du travail) sont en principe invariants à l'égard du changement de régime monétaire<sup>6</sup>. Ils permettent de déterminer a priori comment fonctionnera l'union monétaire. Entre le monétaire contingent et le réel invariant se situent les variables de stock qui projettent le passé dans le futur, essentiellement la dette publique et privée. Celles-ci doivent être relibellées. Elles doivent éventuellement être préalablement apurées, mais seulement si leur niveau n'est pas soutenable en situation de stabilité des prix. Mais à cette exception près, l'analyse classique des conditions de convergence requises pour participer à une union monétaire est donc dichotomique : elle ne retient que les critères réels.

L'approche retenue par la Communauté est à l'exact opposé : le traité ne retient de critères structurels qu'institutionnels (indépendance de la banque centrale, interdiction du financement privilégié, etc..). Il met en avant une batterie de critères nominaux (taux d'inflation, taux d'intérêt, taux de change). Il accorde un poids important à la situation budgétaire, en retenant pour le ratio de dette un seuil relativement bas (puisque égal à la moyenne communautaire au moment de la signature du traité), sensiblement plus bas en tous cas que ne peuvent le justifier des considérations de stricte soutenabilité, et en fixant une norme de déficit qui ne peut, elle, se fonder sur des considérations prudentielles. Cette contradiction entre le soin apporté aux critères qui règlent la convergence de surface, ce souci de surveillance des politiques budgétaires, et l'oubli quasi-complet de la convergence structurelle, a donné lieu à de nombreuses critiques.

Le choix d'une telle approche ne peut se fonder sur un pur raisonnement économique. Il ne se comprend qu'à la lumière de l'histoire des débats sur l'union monétaire, et ne s'explique qu'en faisant l'économie politique de la décision communautaire.

Du rapport Werner de 1970 jusqu'à Maastricht -et encore aujourd'hui-, les débats communautaires ont opposé deux écoles, les "économistes" pour qui l'union monétaire doit couronner une convergence structurelle (on parle aussi de "théorie du couronnement"), et les "monétaristes" pour qui elle doit en être le moteur. C'est en quelque sorte la version communautaire des débats entre traitement de choc et gradualisme. La stratégie privilégiée par la Communauté depuis le rapport Delors de 1989 se voulait un compromis entre les deux approches. De la première, elle retenait le gradualisme, avec trois étapes s'étalant sur près de dix ans. De la seconde, elle tirait la nécessité de fixer des rendez-vous et des critères explicites afin d'inciter à la convergence et d'éviter qu'elle soit un processus sans fin.

Ce compromis doctrinal recouvrait un compromis politique entre l'Allemagne, qui voulait à tous prix éviter que d'un jour à l'autre les représentants de la Bundesbank doivent partager la décision monétaire avec ceux d'autres banques centrales moins pénétrés de la

---

à la taxe d'inflation pour lui substituer des ressources fiscales. Voir Emerson et al. (1990) pour une discussion quantitative de cet argument.

<sup>6</sup> En tous cas en première approximation.

culture de la stabilité des prix, et les autres pays, qui voulaient s'assurer que l'échéance ne serait pas indéfiniment repoussée<sup>7</sup>. Comme le souligne Paul de Grauwe (1993a, 1994), la stratégie de convergence et les critères sur lesquels elle se fonde répondaient plus à une logique d'économie politique qu'à une logique économique *stricto sensu*. Le processus et les critères retenus visaient *à la fois* à opposer des obstacles à certains candidats à la monnaie unique, et à empêcher que d'autres puissent s'y soustraire.

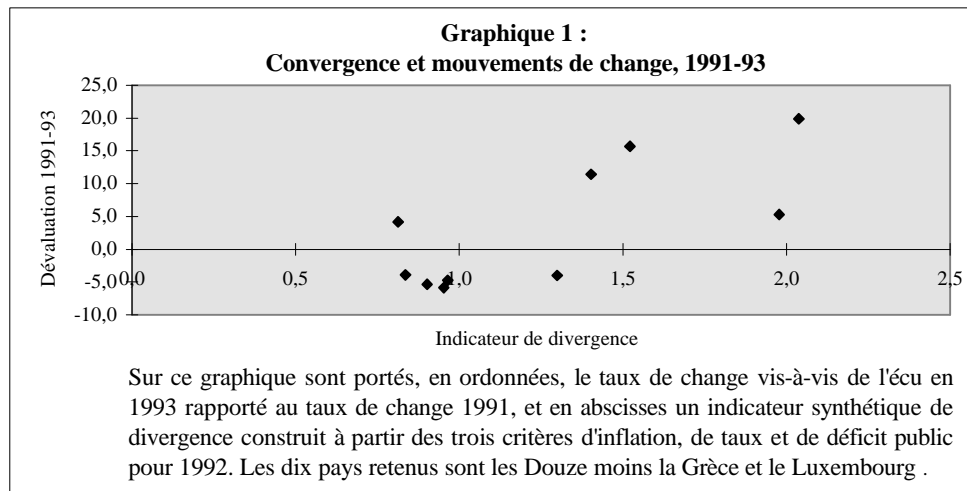
L'économie politique de la décision communautaire et la fiction nécessaire d'une égalité de tous les pays face à la perspective de l'union monétaire nécessitaient d'une part que les critères soient suffisamment stricts pour impliquer qu'un certain nombre de pays ne puissent pas participer d'emblée à la monnaie unique ; d'autre part qu'ils portent exclusivement sur des variables macro-économiques observables appartenant à la panoplie traditionnelle des objectifs de politique économique, car il était exclu que la Communauté puisse fixer des critères structurels que les gouvernements n'auraient pas été en mesure de retenir comme objectifs. Il était donc impossible de retenir un quelconque critère fondé sur les enseignements de la théorie des zones monétaires optimales, car cela aurait conduit à exclure *a priori* certains candidats. De plus, au nom de l'irréversibilité de la décision, et dans le but évident de lier les mains à l'Allemagne, le traité a en principe rendu automatique le passage à la monnaie unique pour tous les pays satisfaisant aux critères énoncés. En principe, il n'est ainsi plus possible à un pays qui constaterait sa propre impréparation de retarder son entrée dans l'union monétaire : l'auto-sélection, qui aurait pu offrir un substitut à l'application de critères objectifs, devait nécessairement être bannie pour ne pas offrir d'échappatoire politique aux récalcitrants<sup>8</sup>.

Cela étant posé, peut-on cependant trouver quelque mérite aux critères retenus ? Une manière simple d'évaluer leur pertinence est d'examiner dans quelle mesure ils ont pu jouer un rôle prédictif des mouvements de change consécutifs à la crise du SME. Le graphique 1 rapporte ainsi l'ampleur des mouvements de parité observés entre 1991 et 1993 à la situation des économies à l'égard des critères de convergence, appréciée globalement au regard de leur performance 1992. Il indique une certaine corrélation entre le degré de divergence et l'ampleur des mouvements de change observés. En d'autres termes, les pays les plus éloignés des critères ont en général subi les dévaluations les plus sévères.

---

<sup>7</sup> Bini-Smaghi et al. (1994) rappellent que la nécessité de recourir à des critères de convergence a été mise en avant par le Comité monétaire de la CE en juillet 1990, puis par la Bundesbank au mois d'août 1990, soit peu avant le début de la négociation. Le rapport Delors de 1989 faisait déjà référence à la notion de "règles contraignantes" pour les déficits budgétaires.

<sup>8</sup> A la lettre, cette tentative a assez largement échoué, puisque l'arrêt de la Cour constitutionnelle allemande d'octobre 1994 ne reconnaît pas que la participation à l'union monétaire sera automatique, et qu'il est acquis que le Bundestag aura à se prononcer à nouveau avant le passage à la phase III. Reste que le rejet par l'Allemagne d'une perspective qu'elle a ratifiée aurait une portée politique considérable.



Plus sérieusement, trois arguments peuvent être avancés en faveur du gradualisme et de l'utilisation de critères de convergence nominale.

- Le premier tient aux adaptations requises lorsqu'un pays réduit son taux d'inflation : mise en place d'impôts destinés à compenser les pertes de seignuriage, modification des conditions de financement du déficit public, adaptation des formules d'indexation des salaires et des revenus, facturation des services bancaires, etc. Sa portée est cependant limitée. D'une part, les histoires monétaires des pays de la Communauté ne présentent pas de divergences marquées en longue période : dans les années soixante, l'écart entre le pays le moins inflationniste des Douze (la Grèce !) et le plus inflationniste (l'Espagne) ne dépassait pas 3,5 points. Les adaptations structurelles correspondantes ne sont donc pas considérables. D'autre part, une partie d'entre elles pourraient être effectuées à l'approche de l'union monétaire, ou après son instauration, sans qu'il soit besoin de codifier la convergence.
- Un second argument est qu'il importe de s'assurer du caractère durable de la désinflation et de l'acceptation par les agents des disciplines qui en résultent. Il est plus solide. On peut certes arguer de ce que l'instauration de la monnaie unique présente tous les traits d'une réforme monétaire, et en conclure que l'inflation passée n'a aucune importance. C'est ignorer que l'entrée dans la troisième phase risque fort d'apparaître aux yeux des agents comme un non-événement si, comme c'est désormais probable, elle ne s'accompagne pas d'un remplacement immédiat des signes monétaires nationaux. Quelle serait la différence aux yeux des salariés français entre des taux de change fixes "irrévocables" et la fixité apparemment intangible du taux franc-mark ? Quel signe tangible pourraient-ils avoir du fait que le coût économique d'un surplus d'inflation a changé d'échelle ? Dans cette optique, il n'est pas inutile de faire

l'expérience de la stabilité des prix avant de s'y contraindre durablement<sup>9</sup>. Le même argument s'applique à la dette publique : avant qu'un pays renonce à l'option de monétiser sa dette, il importe que les agents aient bien mesuré les conséquences fiscales d'un tel choix.

- Le troisième argument résulte de la nécessité de tester l'homogénéité des préférences entre les pays participant à une union monétaire. Dans cette optique, les coûts éventuels de l'acceptation de la stabilité des prix s'apprécient dans la durée, puisque c'est seulement dans des conjonctures récessives qu'on subit les sacrifices que celle-ci implique. De Grauwe (1994) a montré que dans un modèle de crédibilité à la Barro-Gordon, des écarts de préférence affaiblissent d'autant plus la crédibilité d'un régime de change fixe que le taux de chômage moyen est élevé. L'argument a été formalisé de manière précise dans les récents modèles de crise de change (Ozkan et Sutherland 1994, Masson 1994) : lorsque les décideurs de politique économique arbitrent entre des objectifs antagoniques à court terme comme stabilité du change et emploi, une récession peut donner naissance à une spéculation contre la monnaie en raison de l'anticipation que ses coûts en emploi vont conduire le gouvernement à renoncer à l'objectif de change. Ceci peut fournir une des explications à l'affaiblissement du franc face au mark au cours de la récession de 1991-93. Il faudrait donc tester la résolution des pays candidats sur une longue période de stabilité des prix, s'étendant au moins sur un cycle complet. L'argument est puissant. Il pourrait même, en théorie, conduire à juger trop laxiste l'approche communautaire (deux ans ne suffisent pas nécessairement à juger des préférences collectives). Mais le test de la récession de 1992-93, puis celui de l'élargissement des marges, ont été assez sévères pour qu'on ne s'appesantisse pas sur ce point : pouvait-on imaginer meilleure manière de révéler les préférences des banques centrales que de les libérer des disciplines formelles du SME dans un contexte récessif, alors même que la politique allemande était inadaptée à leur conjoncture nationale?

Le gradualisme et la fixation de critères nominaux ne sont donc pas si dépourvus de justifications que le laisse croire une lecture rapide de la théorie des zones monétaires. Un inconvénient important des critères de convergence retenus demeure cependant qu'en focalisant l'attention sur les seules variables qui y figurent, ils ont largement occulté l'objectif de convergence réelle et les adaptations requises pour participer à la monnaie unique. Le traité fait ainsi trop souvent figure de feuille de route exclusive pour les pays candidats à l'union monétaire. Or l'obstacle principal sur cette voie reste celui des asymétries réelles entre pays. De ce point de vue, tant les travaux récents que l'expérience de la récession ont enrichi la connaissance des difficultés possibles.

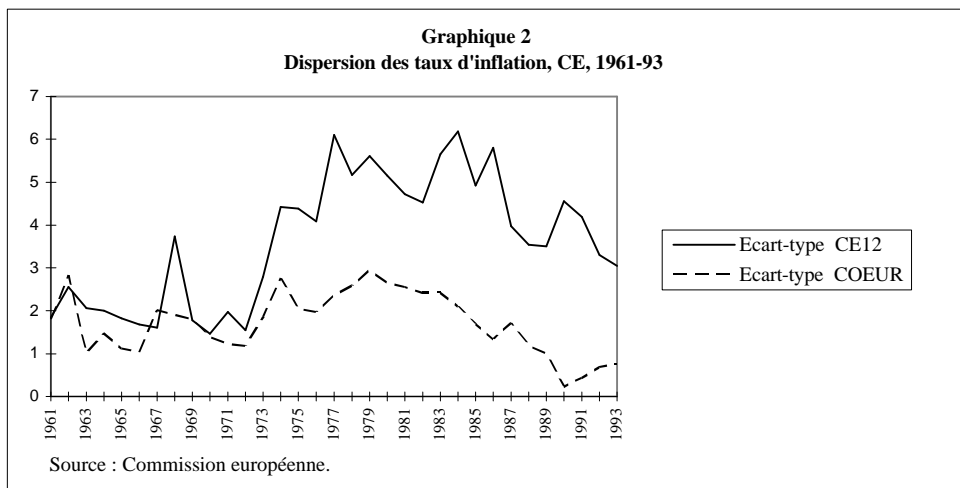
---

<sup>9</sup> L'analogie avec les réformes monétaires est en partie trompeuse. Après une réforme monétaire, la banque centrale est en mesure de prouver sa résolution en répondant vigoureusement à tout réveil de l'inflation. Il n'en sera pas de même en union monétaire si un pays particulier connaît une hausse des prix excessive. Au contraire, la BCE ne pourra pas réagir à cette inflation régionale, et ni les marchés des changes et ni les marchés financiers ne pourront donner de signaux aux autorités. Les effets à court terme d'une hausse des prix seront donc affaiblis, même si ses coûts à long terme sont accrus.

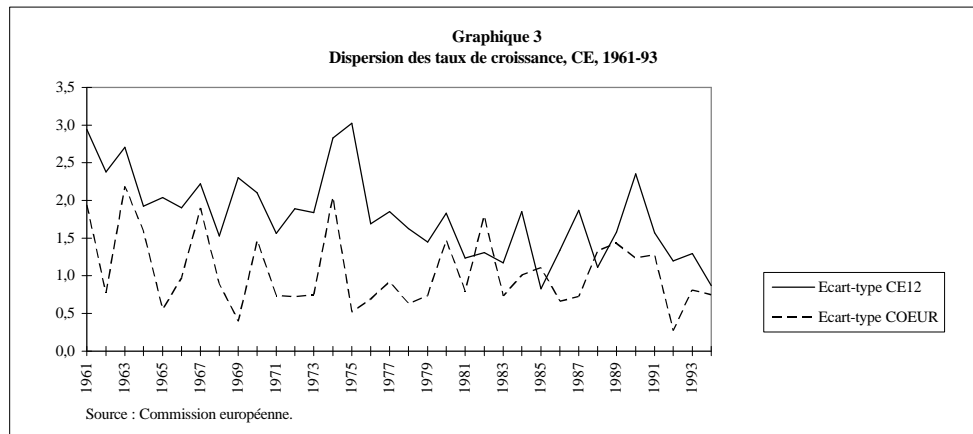
## 2. LA REDECOUVERTE DES ASYMETRIES

La question des asymétries entre pays est depuis l'origine au centre des réflexions sur l'union monétaire. L'argument est d'une grande simplicité, puisqu'il repose sur l'idée que la perte de l'autonomie monétaire est d'autant plus coûteuse que les économies qui y participent présentent des asymétries de structure ou de comportement. De telles asymétries impliquent en effet que les économies subissent des chocs spécifiques, ou réagissent de manière différente à des chocs communs. Dans un cas comme dans l'autre, la réponse au choc peut nécessiter des modifications de prix relatifs, et il peut donc être coûteux de se priver du taux de change comme instrument d'ajustement de ces prix relatifs (pour un exposé détaillé, voir par exemple Emerson et al. (1990) et pour un traitement formel Bayoumi (1994)).

Au cours des années quatre-vingt, plusieurs facteurs avaient contribué à affaiblir la portée de cet argument. En premier lieu, les asymétries paraissaient se réduire avec les progrès de l'intégration communautaire ; le SME conduisait à une convergence vers le bas des taux d'inflation ; parallèlement, la dispersion des taux de croissance se réduisait quelque peu (graphiques 2 et 3). Parallèlement, le diagnostic quant à l'ampleur des asymétries paraissait peu robuste ; ainsi pouvait-on observer que si tous les modèles macro-économiques multinationaux se rejoignaient pour diagnostiquer des disparités significatives entre pays, leur unanimité était suspecte, puisqu'au regard d'un indicateur simple, la variance inter-modèles était supérieure à la variance inter-pays<sup>10</sup> ; en outre, les transformations du marché du travail en cours dans plusieurs pays faisaient douter de leur pérennité. Enfin l'expérience des dévaluations des années 70 et de la première moitié des années quatre-vingt nourrissait des désillusions à l'égard de l'efficacité du taux de change nominal comme instrument d'ajustement ; les pays européens semblaient caractérisés par une rigidité des salaires réels, qui rendait rapidement sans effets des modifications du taux de change nominal (voir par exemple Bruno et Sachs 1985, Bini-Smaghi et Vori 1993).



<sup>10</sup> Emerson et al. (1990).



Les asymétries n'apparaissent donc pas comme un argument suffisant pour préserver la liberté d'utilisation du taux de change nominal. On pouvait certes arguer de ce que la convergence n'était pas assez profonde. C'est bien ce que soulignaient diverses critiques, qu'elles émanent d'observateurs sceptiques (Boltho, 1993) ou d'acteurs comme la Bundesbank, qui a toujours manifesté des doutes quant à la viabilité d'une union monétaire qui ne s'accompagne pas d'une union politique et sociale susceptible de réduire ou de compenser les asymétries. Mais ces arguments semblaient de peu de poids face au succès du SME.

Or les premières années quatre-vingt-dix ont dans une large mesure battu en brèche ce consensus. Sur le plan analytique tout d'abord, de nouveaux travaux ont mis en lumière la persistance d'asymétries entre pays de la Communauté et la faiblesse des mécanismes d'ajustement correspondant, en particulier en comparaison des régions américaines ; sur un plan pratique, l'unification allemande, les divergences de réaction au cours de la récession du début des années quatre-vingt dix et le succès des dévaluations britannique et italienne ont rappelé que la renonciation à l'usage du taux de change pouvait être plus coûteuse qu'on ne l'avait cru.

### 2.1. Les asymétries revisitées

La piste de recherche la plus féconde pour analyser les effets possibles d'une union monétaire en Europe s'est révélée être l'étude des conditions de fonctionnement des unions monétaires que forment les grands Etats fédéraux, au premier rang desquels les Etats-Unis. L'idée était naturelle : le programme de recherche suivait exactement les pistes ouvertes voici vingt ou trente ans par Robert Mundell ou Peter Kenen<sup>11</sup>. Puisque les Etats-Unis, dont la taille est voisine de celle de la Communauté, forment -apparemment à la satisfaction

<sup>11</sup> Voir Mundell (1961), Kenen (1969). Peter Bofinger (1994) a cependant fait remarquer que les recherches contemporaines n'avaient retenu qu'un aspect du message de Mundell -la question des chocs asymétriques- et avaient ignoré les arguments qu'il développe en faveur de l'union monétaire.



générale- une zone monétaire, il s'agissait de savoir de quel degré de disparité régionale s'accompagne cette union, et quels mécanismes d'ajustement y assurent l'absorption des chocs régionaux. Bayoumi et Eichengreen (1993), Bayoumi et Thomas (1994), Bini-Smaghi et Vori (1993), Blanchard et Katz (1992), Sachs et Sala-i-Martin (1992), parmi d'autres, ont ainsi exploré différents aspects du fonctionnement de l'union monétaire américaine, pour le comparer à celui de l'économie européenne. Parallèlement, de Grauwe et Vanhaverbeke (1991) et de Nardis, Goglio et Malgarini (1994) ont suivi une piste voisine en examinant les mécanismes d'ajustement intra-régionaux au sein des pays de la Communauté eux-mêmes.

Les résultats obtenus par cet ensemble de recherches, en particulier grâce à l'utilisation des techniques d'analyse statistique des fluctuations de l'activité et de l'emploi, fournissent une image plus précise des problèmes d'ajustement à des chocs asymétriques que rencontrera l'union monétaire européenne. Ils peuvent être résumés en quatre points.

- (1) La variance des taux de croissance est plus forte au sein des régions américaines qu'entre pays de la Communauté et leur corrélation entre régions n'est que légèrement plus forte (Tableau 1). Cette constatation -a priori rassurante, puisqu'elle suggère que les chocs asymétriques ne sont pas plus importants entre pays européens qu'entre régions américaines- s'explique très probablement par la forte spécialisation industrielle des régions américaines. Bini-Smaghi et Vori (1993) relèvent ainsi que la variance dans la structure de la production manufacturière est deux fois plus forte au sein des Etats américains que dans la Communauté. Ils montrent aussi que la plus grande part de la variabilité de la production industrielle s'explique par des chocs sectoriels aux Etats-Unis, alors que ce n'est pas le cas en Europe : dans la Communauté, l'asymétrie des chocs n'est pas le reflet de l'asymétrie des structures de production, mais plutôt de celle des politiques économiques et des comportements. Ceci est confirmé par les analyses conduites sur la dispersion des taux de croissance régionaux au sein des grands pays européens (de Grauwe et Vanhaverbeke 1991, de Nardis et al. 1994). Mais aux Etats-Unis, la variance des taux de croissance serait principalement due à des chocs de demande -temporaires-, tandis que les chocs d'offre -permanents- semblent plus forts en amplitude et moins corrélés au sein de la Communauté<sup>12</sup>. C'est seulement pour les pays de l'ex-bande étroite du SME (le "coeur"), que les caractéristiques statistiques de la distribution des chocs apparaissent voisines de celles des Etats-Unis (Bayoumi et Eichengreen 1993).

---

<sup>12</sup> Pour séparer chocs d'offre et chocs de demande, Bayoumi et Eichengreen utilisent la méthode de Blanchard et Quah (1989) : ils estiment un VAR à deux variables (production et prix) et définissent comme chocs de demande ceux qui n'ont pas d'effet permanent sur le niveau de la production.

**Tableau 1 : Amplitude et asymétrie des chocs en Europe et aux Etats-Unis**

	CE11 (*)	CE coeur (**)	Régions US
Ecart-type de la croissance du PIB	2,5	2,2	2,9
Corrélation avec l'ancre (***)	0,59	0,73	0,68
<i>Ecart-type des chocs</i>			
chocs d'offre	2,1	1,6	1,5
chocs de demande	1,9	1,6	2,3
<i>Corrélation des chocs avec les chocs sur l'ancre (***)</i>			
chocs d'offre	0,29	0,58	0,46
chocs de demande	0,18	0,31	0,36

(\*) Luxembourg exclu.

(\*\*) Allemagne, Belgique, Danemark, France, Pays-Bas.

(\*\*\*) ancre exclue; l'ancre est l'Allemagne pour la CE, la région Mid-East pour les USA.

Périodes : 1962-88 pour la CE ; 1965-86 pour les Etats-Unis.

Source : d'après Bayoumi et Eichengreen (1993).

- (2) Les pays européens semblent avoir sensiblement plus recours aux variations de prix relatifs que les Etats américains pour absorber les effets des chocs asymétriques (Bayoumi et Thomas, 1994). Corrélativement, les ajustements en quantité y prennent apparemment une part moins grande. En d'autres termes, la courbe d'offre d'un pays européen serait plus verticale que celle d'un Etat américain, et la réponse à une demande additionnelle y passerait par une hausse du prix relatif au lieu de s'effectuer par une hausse du volume de la production<sup>13</sup>. On peut bien entendu voir là l'effet de la flexibilité des changes qui persiste au sein de la Communauté, même de manière limitée.
- (3) Aux Etats-Unis, les chocs asymétriques sur l'emploi seraient essentiellement absorbés par la migration interrégionale de la main d'oeuvre. Selon Blanchard et Katz (1992), les chocs sur l'emploi régional sont permanents, et une baisse d'un point de l'emploi se traduit à horizon d'un an par une migration nette de 0,65 points et une hausse du chômage de 0,3 points. Les deux-tiers du choc sont donc absorbés par la migration. A horizon de 5-7 ans, la totalité du choc sur l'emploi est absorbée par la migration. La flexibilité des salaires joue en revanche un rôle mineur : une baisse d'un point de l'emploi se traduit par une baisse de 0,4 à 0,5 points du salaire, qui n'est acquise qu'au bout de cinq ans. Compte-tenu de l'élasticité de l'emploi au salaire, l'effet de la flexibilité salariale est quasi-négligeable. L'essentiel des ajustements de l'emploi au sein de l'union monétaire américaine semble donc reposer sur un canal qui n'est pas et ne sera pas disponible en Europe, où les migrations sont très faibles : le taux brut de migration interrégionale<sup>14</sup> est de l'ordre de 2 à 3% aux Etats-Unis, de l'ordre de 1% au

<sup>13</sup> La définition des chocs d'offre et de demande varie selon les travaux (je reviendrai sur ce point plus loin). En outre, il faut garder présent à l'esprit le fait que tous les raisonnements sont ici faits en termes relatifs (par rapport aux autres pays européens ou aux autres Etats américains).

<sup>14</sup> Proportion de la population qui change de région chaque année.

sein des grands pays européens, et probablement dix fois plus faible entre pays européens<sup>15</sup>.

- (4) La stabilisation automatique par le budget fédéral fournit aux Etats-Unis un canal d'ajustement secondaire qui, hors toute action discrétionnaire, absorbe par le jeu des stabilisateurs automatiques 20% environ des chocs sur le revenu primaire (les recherches sur ce sujet ont été initiées par Sachs et Sala-i-Martin (1992) ; voir parmi les travaux récents Goodhart et Smith, 1993, Italianer et Pisani-Ferry, 1992). Cette proportion est de 40% environ au sein des Etats européens. Ce canal ne sera pas non plus disponible en union monétaire, sauf si les Etats membres conviennent d'instituer un dispositif ad hoc, ce qui est douteux<sup>16</sup>.

Au total, une image assez cohérente se dégage de cet ensemble de travaux. Les pays de la Communauté ne sont pas plus sujet à des chocs asymétriques que les régions américaines, en particulier parce que la similarité des structures industrielles y est plus grande. Il se pourrait même que l'asymétrie structurelle y soit moins forte, s'il est vrai que les écarts observés dans les taux de croissance des économies sont pour une part importante dus à des disparités dans les choix de politique macro-économique. Mais l'économie communautaire forme un ensemble très sensiblement moins intégré que les Etats-Unis. Les ajustements s'y sont jusqu'à présent faits quasi-exclusivement par les prix relatifs au lieu de reposer sur la mobilité des facteurs de production et, accessoirement, sur les transferts implicites opérés par le budget fédéral. La perspective du passage à l'union monétaire pose donc bien la question des mécanismes d'ajustement de substitution, dès lors qu'il ne pourra plus être fait recours au taux de change.

Une seconde conclusion intéressante de ces recherches est qu'elles font apparaître une certaine spécificité des économies du "coeur" de la Communauté, celles qui pourraient participer les premières à l'Union monétaire, et éventuellement former un "noyau dur". La symétrie des chocs apparaît plus forte au sein de cet ensemble, et les mouvements de prix relatifs y sont un peu plus faibles.

Ces investigations ne sont cependant pas à l'abri de la critique. En premier lieu, les techniques d'analyse statistique utilisées et l'absence de données infra-annuelles au niveau régional impliquent de travailler sur des périodes longues, qui remontent le plus souvent aux années soixante ou soixante-dix. Or le fonctionnement de l'économie communautaire sur

---

<sup>15</sup> La proportion de nationaux d'autres pays CE parmi les résidents des grands pays CE est de l'ordre de 0,5% (de Grauwe et Vanhaverbeke, 1991). Le stock est donc cinq fois inférieur au flux interrégional américain.

<sup>16</sup> L'idée a été avancée que la Communauté pourrait mettre en place un système de compensation automatique des chocs régionaux qui assure le même degré de stabilisation que le budget fédéral. A condition que ce système soit exclusivement orienté vers la stabilisation, et qu'à la manière de l'assurance-chômage il n'assure qu'une compensation temporaire des pertes de revenu, des simulations montrent que son coût budgétaire serait limité (Italianer et Vanheukelen, 1994). Cependant la mise en place d'un tel système est improbable : plus que les objections économiques elles-mêmes (aléa moral, par exemple), c'est l'idée même de mettre en place un système de pure stabilisation qui paraît condamnée.

cette période n'a pas été invariant : comme le rappelle le graphique 3, les taux de croissance se sont rapprochés, et l'ampleur des mouvements de prix relatifs a diminué, du moins au sein de l'ex-bande étroite du SME. Il ne sera pas non plus invariant avec le passage à l'union monétaire : ni les politiques économiques, ni les comportements de fixation des prix et des salaires, ni même certains paramètres structurels comme les élasticités-prix du commerce extérieur ne peuvent être considérés indépendants du régime monétaire. En second lieu, il y a ambiguïté sur les notions de choc utilisées : les "chocs d'offre" de Bayoumi-Eichengreen - ainsi caractérisés parce qu'ils ont un effet durable sur le niveau d'activité- peuvent être dus aux politiques économiques nationales et aux inflexions -désinflation par exemple- qu'elles ont connues ; Bayoumi-Thomas retiennent d'ailleurs une autre définition, plus correcte, du choc d'offre, qu'ils caractérisent par son absence d'effet durable sur les prix relatifs. La question est importante puisqu'il s'agit non de s'interroger sur l'occurrence des chocs, mais bien sur ceux qui nécessitent des modifications de prix relatifs. En troisième lieu, ces analyses souffrent d'être conduites sur un tout petit nombre de variables, sans modèle structurel, ce qui ne permet pas de vérifier les résultats obtenus : les migrations de Blanchard et Katz ne sont pas directement observées, pas plus que les flux de biens et de capitaux de Bayoumi et Thomas.

Ces travaux n'épuisent pas non plus la question des facteurs d'asymétrie et des modalités d'ajustement au sein d'une union monétaire. Peu de recherches, en particulier, ont été consacrées au rôle de la mobilité du capital financier. Un agent dont le revenu primaire est atteint par un choc *temporaire* devrait pouvoir répondre à ce choc en empruntant plutôt qu'en s'ajustant. Cette réponse est même théoriquement préférable à la migration (coûteuse), l'ajustement du change réel (inutile) ou la mise en oeuvre d'un mécanisme de stabilisation budgétaire (toujours suspecte). Les travaux disponibles (Bayoumi et Rose, 1993, Thomas 1993) indiquent tous que l'ampleur des déséquilibres épargne-investissement tolérables à l'intérieur d'une union monétaire est bien supérieure à celle qui s'observe entre pays (graphique 4) : le paradoxe de Feldstein et Horioka (1980) n'a pas cours dans les unions monétaires (Thomas trouve même que la relation entre taux d'épargne et taux d'investissement est significativement négative entre les régions canadiennes ou britanniques). Ce pourrait être un canal d'ajustement significatif à l'intérieur d'une union monétaire, surtout en comparaison d'un régime de politique économique marqué par la prédominance de la contrainte extérieure (Italianer et Pisani-Ferry, 1993).

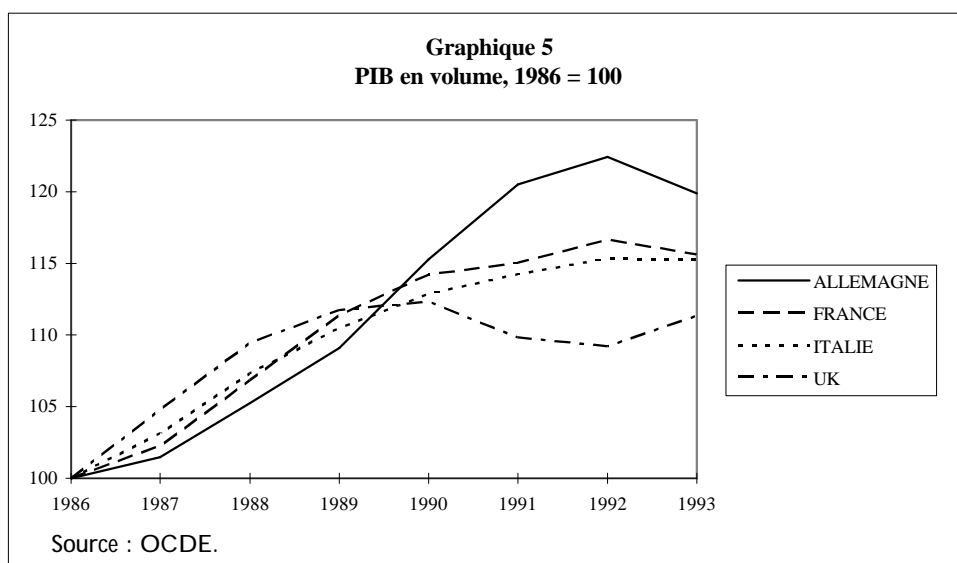
*Union monétaire et convergence: qu'avons-nous appris ?*

---

Source : Thomas (1994).

## 2.2. Les asymétries en action

La redécouverte des asymétries n'a pas seulement concerné le domaine académique. La conjoncture du début des années quatre-vingt s'est aussi chargée de rappeler les limites du processus de convergence observé à la fin des années quatre-vingt. Une simple observation des évolutions du PIB dans les principaux pays en témoigne (graphique 5).



Même si l'interprétation des crises de change de 1992-93 fait encore question, si l'on a pu mettre en cause le caractère autoréalisateur des anticipations et l'existence d'équilibres multiples (Eichengreen et Wyplosz, 1994), il ne fait guère de doute qu'un certain nombre de facteurs fondamentaux d'asymétrie ont été à l'oeuvre depuis le début des années 1990, qui ont fourni aux marchés de bonnes raisons de douter de la solidité des parités. En dehors même des différentiels d'inflation accumulés, qui expliquent une large part des dévaluations italienne, espagnole ou portugaise, plusieurs autres canaux d'asymétrie ont été mis à jour.

Trop de travaux ont été consacrés aux *effets de l'unification allemande* et l'ajustement de change réel qu'appelait ce choc asymétrique pour qu'il soit nécessaire d'insister sur ce point, sinon pour souligner qu'un SME asymétrique, centré sur l'Allemagne, et dont les ajustements de parités était bannis, était certainement le plus mauvais des systèmes envisageables pour gérer un tel choc. Une union monétaire symétrique aurait certainement été préférable, parce qu'une part de l'appréciation réelle allemande rendue nécessaire par la hausse de la demande y aurait pris la forme d'un accroissement de prix relatif. L'unification a manifesté que des chocs asymétriques de grande ampleur étaient possibles. En même temps, son caractère absolument singulier ne permet pas d'en tirer des leçons significatives pour l'avenir. Plus intéressantes sont les autres asymétries qui se sont manifestées pendant la récession.

La spécificité du *cycle financier* qu'ont connues l'économie britannique et les économies scandinaves, alors que l'Allemagne et d'autres économies d'Europe continentale y échappaient, a certainement contribué au décrochage de la livre, ainsi sans doute que des couronnes suédoise et norvégienne, qui bien que ne faisant pas partie du SME étaient également en régime de change fixe. Dans la seconde moitié des années quatre-vingt, en effet, la désépargne nette des ménages atteignait 5% du revenu disponible en Suède, 6% en Norvège, l'épargne était nulle au Royaume-Uni, tandis que le taux d'épargne net restait supérieur à 10% en Allemagne, à 15% en Italie<sup>17</sup>. Corrélativement, l'endettement des ménages, en partie gagé sur des actifs en hausse rapide, progressait vivement : au Royaume-Uni, il passait de 62% du PIB en 1981 à 85% en 1985 et 116% en 1990 - alors qu'il restait stable en Allemagne. Mais le retournement du cycle venait souligner la vulnérabilité de cette expansion (Aglietta, 1993). Confrontée à la montée des faillites de débiteurs rendus insolvable par la combinaison de la récession<sup>18</sup>, de la chute des prix d'actifs et de la montée des taux<sup>19</sup>, la politique monétaire britannique était, comme cela avait été le cas pour le Fed, contrainte de donner priorité au rétablissement de la situation financière des agents privés (Tableau 2).

**Tableau 2 : Modalités de l'endettement des agents privés non financier**

	Allemagne	France	Italie	UK	Espagne
<i>Crédits immobiliers aux ménages</i>					
- dette /PIB, 1992	25%	22%	7% (1)	60%	n.d.
- taux de référence	LT	50% LT	n.d.	CT	60% LT
- taux fixe ou variable	fixe	fixe	50% variable	variable	n.d.
<i>Endettement des sociétés</i>					
- intérêts de la dette/revenu, 1990	26%	33%	31%	24%	n.d.
- structure	70% LT	70% LT	40% LT	70% LT	n.d.
- taux de référence	n.d.	80% CT	n.d.	n.d.	n.d.
- taux fixe ou variable	50% variable	60% variable	60% variable	variable	30% variable

(1) 1986

Source : d'après Miles (1994), Committee of Governors (1993).

Les très fortes divergences de comportement qui ont été observées au cours de ce cycle ne résultent évidemment pas seulement des préférences des agents privés. Elles tiennent aussi, pour une part importante, aux politiques de libéralisation financière qui ont été suivies : l'Italie, où l'accès des ménages à l'endettement reste fortement contraint -

<sup>17</sup> Source : OCDE. Ces chiffres ne sont pas strictement comparables entre eux.

<sup>18</sup> En 1992, le taux de faillite au Royaume-Uni a atteint 3% pour les entreprises et 1% pour les ménages. Source: Banque d'Angleterre.

<sup>19</sup> Les taux débiteurs sont au Royaume-Uni généralement indexés sur les taux courts.

financement de la dette publique oblige- et l'Allemagne, où la déréglementation a été prudente, ont échappé au cycle financier tandis que le Royaume-Uni et, à un moindre degré, la France, ont vu se succéder phases d'endettement et d'ajustement financier.

A ces disparités résultant des stocks patrimoniaux sont venues se superposer celles qui résultent des écarts dans la *structure du financement* des agents. Au début 1993, l'écart entre taux courts et taux longs atteignait quatre à cinq points en France, avec des taux courts à 12,5% -10% en termes réels- et des taux longs en dessous de 8%. Le caractère très restrictif de la politique monétaire suscitait des alarmes. Au même moment, la Bundesbank faisait valoir que les taux longs, qui étaient un peu inférieurs à 7% en Allemagne, étaient à des niveaux historiquement bas -ce qui, le recul permet maintenant de le dire, était exact. La divergence de ces appréciations était en large partie le reflet de structures de financement différentes (tableau 2) : dans chaque pays, la référence privilégiée était le taux directeur pour le financement des entreprises, qui en France est le taux à court terme, et en Allemagne plus souvent le taux à long terme<sup>20</sup>.

En outre, les pays présentent des différences significatives quant à l'élasticité des taux débiteurs par rapport aux taux de référence. Un travail récent de Cottarelli et Kourelis (1994) permet d'apprécier l'ampleur des écarts (tableau 3). Il apparaît encore une fois que le Royaume-Uni se singularise par la répercussion très rapide des mouvements du taux monétaire sur le taux du crédit. Les inflexions de la politique monétaire sont transmises aux agents non-financiers beaucoup plus rapidement que dans les pays d'Europe du Nord, où la rigidité des taux du crédit est plus grande. Les origines de ces écarts de comportement se trouvent dans les structures financières : sur la base d'estimations comparatives effectuées sur une trentaine de pays, Cottarelli et Kourelis indiquent qu'outre le rythme d'inflation, plusieurs variables structurelles (existence de barrières à l'entrée, existence d'un secteur nationalisé, contrôle des changes, taille du marché des titres à court terme) influent sur le degré de rigidité des taux du crédit. Ces travaux confirment donc le lien entre convergence des structures financières et convergence des comportements macro-économiques.

**Tableau 3 : Elasticité du taux de crédit par rapport au taux du marché monétaire**

	A court terme	A six mois
Danemark	0,07	0,38
Italie	0,11	0,61
Belgique	0,21	0,81
Allemagne	0,38	0,83
Espagne	0,35	0,98
Pays-Bas	0,52	1,03
Royaume-Uni	0,82	1,04

Source : Cottarelli et Kourelis (1994).

<sup>20</sup> En France, 85% des crédits à court terme et 53% des crédits à long terme des sociétés sont référencés à des taux courts (TBB ou TMM). Au total, 80% de l'endettement des sociétés est référencé à court terme (Cusson, 1993).



Enfin, comme on l'a rappelé plus haut, des divergences dans les *préférences quant aux arbitrages inflation-chômage* de court terme qui étaient restées latentes tant que la conjoncture était favorable ont également pu affaiblir la crédibilité du SME dans un contexte dégradé par la montée générale des taux de chômage.

### 2.3. Les leçons des dévaluations

La rigidité des salaires réels en Europe avait fini par faire douter de la capacité des dévaluations à modifier le taux de change réel. Tel était du moins le fait stylisé que beaucoup d'économistes avaient retenu des nombreuses études sur ce sujet effectuées au cours des années soixante-dix et quatre-vingt. Il en résultait naturellement que le coût de la renonciation à l'instrument taux de change était considéré comme mineur.

Les dévaluations du début des années quatre-vingt-dix semblent en passe de démentir cette vérité reçue (tableau 4) : deux ans après le décrochage de septembre 1992, les dévaluations nominales se sont à 100% ou plus traduites en dévaluations réelles, et si l'inflation se réveille quelque peu, l'alarme n'est pas encore bien grande. Ceci s'explique par les conditions particulièrement favorables dans lesquelles ces dévaluations ont été effectuées (forte détente sur les marchés des biens et du travail, baisse des prix internationaux), par les politiques macro-économiques qui les ont accompagnées (ajustement budgétaire en Italie), et par les réformes du marché du travail introduites antérieurement (suppression de la *scala mobile*). Il serait évidemment excessif d'en conclure que le taux de change nominal détermine le taux de change réel. Mais on peut déjà en conclure que le consensus des années quatre-vingt risque fort d'être ébranlé.

**Tableau 4 : Effet réels des mouvements de change, 1994Q1/1991**

	(1) Dépréciation nominale	(2) Dépréciation réelle	(3) Taux de dépréciation réelle (2)/ (1)
Espagne	22,0	23,4	106,3
Italie	23,2	26,2	112,9
Royaume-Uni	10,2	13,9	136,3

Source : calculs d'après les données de la Commission européenne (DGII, Price and Cost Competitiveness, 2nd. quarter 1994). Le taux de change nominal retenu est le taux de change effectif vis-à-vis des autres pays CE12, le taux de change réel le coût unitaire dans l'industrie manufacturière en monnaie commune, par rapport aux mêmes pays.

Parallèlement, les travaux menés sur l'ajustement dans le cadre du SME (sur le cas français, voir Blanchard et Muet, 1993) conduisent à souligner la lenteur des ajustements de taux de change réel en régime de changes fixes et leur coût relativement élevé.

Qu'elles résultent de nouveaux travaux d'analyse ou de l'expérience conjoncturelle récente, les leçons des dernières années conduisent ainsi à donner plus de poids à la question des asymétries structurelles entre pays européens, et à réévaluer en hausse le coût de la renonciation à l'autonomie monétaire. Avant d'en tirer des conclusions quant à la perspective de l'union monétaire, un dernier point reste à examiner : celui des liens entre intégration économique et intégration monétaire.

### 3. LA CONVERGENCE PEUT-ELLE ETRE PERVERSE ?

L'hypothèse implicite sous-jacente à nombre de réflexions sur l'intégration européenne est celle du parallélisme entre l'économique et le monétaire. De longue date, elle a nourri les plaidoyers des uns, selon lesquels il faut que l'intégration monétaire accompagne l'intégration économique (*One market, One money*), comme les réticences des autres, qui ne voient l'union monétaire que comme le couronnement d'un long processus de rabotage des divergences réelles (*Krönungstheorie*).

Or ce schéma apparemment naturel a été doublement mis en cause : selon certaines thèses, l'intégration économique pourrait accroître les obstacles à l'union monétaire ; la convergence nominale et, *a fortiori*, l'union monétaire, pourraient handicaper la convergence réelle. Ce sont ces deux thèses que l'on va maintenant examiner.

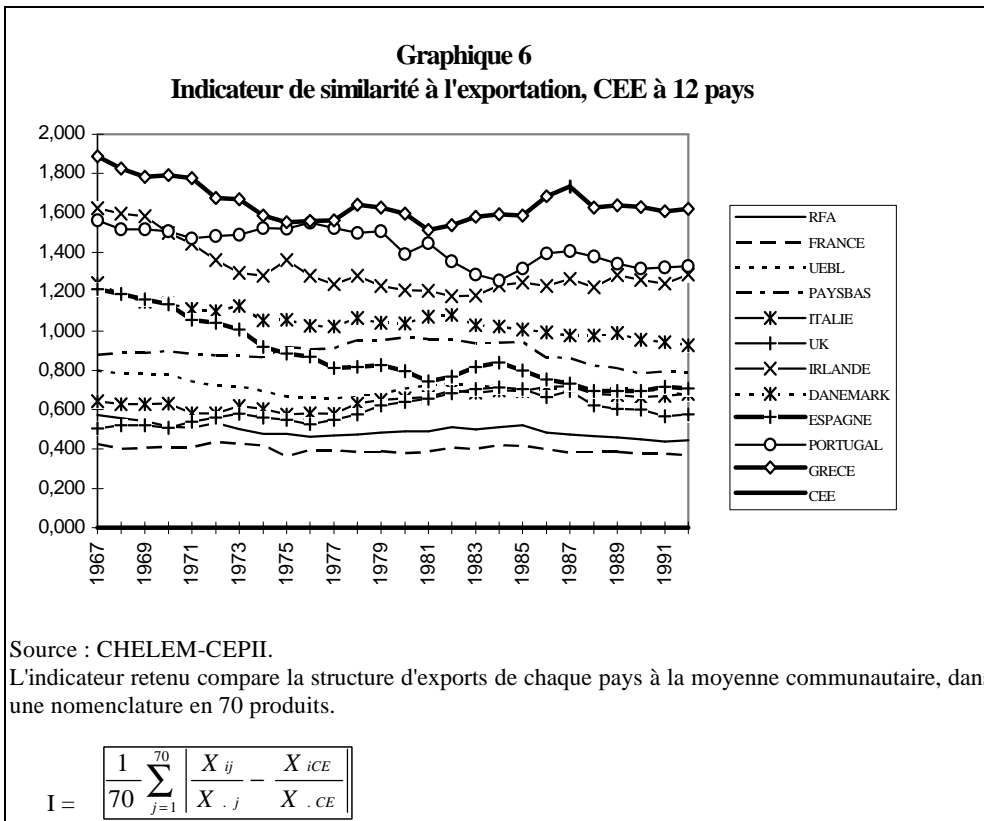
#### 3.1. L'intégration économique contre l'union monétaire ?

L'idée du parallélisme s'alimente d'une vision apparemment naturelle au gré de laquelle l'intégration économique accroît la mobilité des biens et des facteurs, réduit les asymétries, et ainsi crée les fondements d'une zone monétaire optimale. La zone monétaire optimale serait ainsi l'aboutissement de l'intégration économique.

Reprenant un argument initialement utilisé par Peter Kenen (1969) dans l'analyse des zones monétaires optimales, Krugman (1993) a récemment fait observer que l'inverse pourrait bien être vrai. Comme on l'a noté plus haut sur le cas des Etats-Unis, les zones économiquement intégrées se caractérisent en effet par une forte spécialisation régionale, génératrice d'asymétrie. L'exemple du Massachusetts, Etat fortement spécialisé dans l'industrie de la défense et dans l'électronique, illustre bien la vulnérabilité à des chocs de demande qu'implique la spécialisation. Si l'on en croit ce précédent, le Marché unique devrait donc conduire, non à une réduction des asymétries entre pays européens, comme le pronostiquaient Emerson et al. (1990), mais à leur accroissement. Il y aurait ainsi contradiction, et non complémentarité, entre union économique et union monétaire -du moins tant que l'union économique ne comporte ni mobilité des facteurs, ni budget fédéral.

Le fait mis en avant par Krugman est incontestable. La spécialisation industrielle explique la plus forte variance des taux de croissance des régions américaines ou des régions au sein des grands pays européens, en comparaison de la variance des taux de croissance des pays européens eux-mêmes. C'est d'ailleurs en soi un argument favorable à l'union monétaire : dans une économie européenne monétairement intégrée où les pays conserveraient des structures productives diversifiées, la probabilité de chocs spécifiques à certains pays serait fortement réduite (Bofinger 1994). Le Marché unique va-t-il altérer ces structures ? En l'affirmant, Krugman saute un peu vite de l'intuition à la conclusion. L'observation des évolutions enregistrées jusqu'à présent au sein de la Communauté ne confirme pas ses thèses : la comparaison des structures d'exportation, prises ici comme indicateurs de la structure productive et de la spécialisation régionale, montre plutôt un rapprochement des structures et donc une réduction du degré d'asymétrie (graphique 6). On ne peut cependant s'en tenir à ces éléments. D'une part, la période sous revue est antérieure au marché unique, et se caractérise dans plusieurs pays par un mélange de libéralisation

commerciale et de politique industrielle visant à promouvoir, dans les principales branches, des champions nationaux. D'autre part, la tendance à l'homogénéisation de la structure des exportations reflète sans doute principalement le développement du commerce intra-branche au sein de la Communauté. Or un tel développement n'est en rien contradictoire avec la thèse de Krugman, puisque dans le cadre de la "nouvelle géographie économique" dans laquelle il se situe (Krugman, 1991), la spécialisation régionale résulte moins de dotations factorielles initiales -les facteurs sont mobiles- que d'économies d'agglomération résultant d'externalités liées à la qualification du travail, à la production de biens intermédiaires et à la technologie. La tendance à la spécialisation géographique opère ainsi dans un marché intégré caractérisé par du commerce intra-branche, d'où émergent progressivement des avantages comparatifs régionaux.



De nombreux freins peuvent cependant se présenter sur la voie indiquée par Krugman : l'existence de plusieurs pôles régionaux aillant atteint une taille efficace peut déboucher sur un équilibre durable ; s'il y a effectivement intégration économique, rien ne dit que les agglomérations industrielles régionales ne se situent pas à cheval sur plusieurs pays ; la spécialisation intégrale peut être handicapée par la faible mobilité internationale de la main d'oeuvre (l'argument marshallien du *labour pooling* mis en avant par Krugman ne vaut que si le travail est mobile, ou que l'offre de travail est elle aussi géographiquement concentrée -concrètement, si les ingénieurs mécaniciens sont tous allemands, les spécialistes

de l'aérospatiale français et les financiers anglais) ; les politiques publiques, nationales ou communautaires, peuvent contrer l'évolution spontanée- voir l'usage qui est fait des fonds structurels ; enfin comme le suggère le graphique, les grands Etats peuvent, par le simple fait de leur taille, conserver une structure productive proche de la moyenne. Il est donc difficile d'apprécier la portée concrète de l'argument de Krugman, même s'il s'inscrit dans la logique du marché unique. Sans doute faut-il surtout en retenir une leçon négative : il serait imprudent d'escompter que les effets de l'intégration économique gommeront progressivement les difficultés d'ajustement au sein de l'union monétaire.

### 3.2. L'union monétaire contre la convergence réelle?

Une autre mise en cause du parallélisme se fonde sur l'interaction convergence nominale-convergence réelle dans la phase de transition. Quatre arguments ont pu être avancés, qui sont de portée inégale.

- La convergence nominale peut avoir des effets pervers (Artus, 1994) : comme l'ont montré les expériences de l'Espagne ou de l'Italie, puis celle de la France depuis deux ans, des écarts d'inflation au sein d'une zone où les primes de risque sont revenues à un bas niveau se traduisent par des écarts pervers de taux d'intérêt réel. C'est la critique qu'Alan Walters<sup>21</sup> faisait au SME, et que Giavazzi et Spaventa (1990) ont théorisée sous le nom de "nouveau SME" : les pays inflationnistes connaissent des taux d'intérêt réels bas, les pays vertueux souffrent de taux réels élevés. Il peut en résulter un blocage de la convergence. L'argument est évidemment correct sur le plan analytique, mais sa portée empirique dans le contexte de la fin 1994 fait question : les écarts d'inflation entre les pays de l'expande étroite sont devenus très faibles : 1,2 points pour 1994, selon les prévisions de la Commission européenne (1994) ; avec les autres Etats-membres tels l'Espagne ou l'Italie, ils sont plus forts (deux à trois points), mais sont surcompensés par les *spreads* de taux longs, qui atteignaient 400 points de base à l'automne 1994.
- Les coûts de la convergence nominale se paient en divergences réelles, notamment en matière d'emploi et de chômage. L'union monétaire n'intervient ici qu'en tant qu'elle impose un objectif d'inflation. Mais il ne va pas de soi qu'en l'absence de cette perspective, les gouvernements ou les banques centrales auraient retenu un objectif très différent. Quand bien même ce serait, l'argument aurait une validité certaine à court terme, en raison des hausses du taux de chômage qu'implique la désinflation, mais il serait peu convaincant à long terme : les coûts de la désinflation ne sont permanents qu'en cas d'hystérèse du chômage ; or celle-ci ne semble pas être en générale.
- D'autres critiques ont mis en cause le blocage des effets macro-économiques des politiques structurelles : ainsi par exemple une baisse du NAIRU ne produirait-elle que des effets modestes si elle s'opère dans un autre pays que l'ancre du système (Alexander, 1994). Dans tous ces cas, un argument similaire à celui de

---

<sup>21</sup> Ancien conseiller économique de Mme Thatcher.

Blanchard et Muet (1993) est à l'oeuvre : le coût de la perte d'autonomie monétaire réside dans la lenteur des ajustements.

- Un argument plus particulier, mais d'une nature voisine, a enfin été mis en avant à propos de l'unification allemande. C'est celui de l'imitation des salaires : l'union monétaire des deux Allemagnes aurait provoqué un rattrapage accéléré des salaires à l'Est, provoquant ainsi l'effondrement de l'industrie. Cet argument repose cependant sur l'hypothèse, très contestable, que le rattrapage des salaires est dû à l'union monétaire interallemande plutôt qu'à leur union économique et sociale. Or la mobilité du travail, l'unification de la législation sociale, l'absorption des syndicats Est-allemands par ceux de l'ex-RFA, la fusion des services publics, etc.. ont pu jouer un rôle beaucoup plus important que l'échange 1 pour 1 des deux marks.

Au total, des formes de convergence perverse peuvent se manifester conjoncturellement au cours du processus de transition vers l'union monétaire, mais il n'est pas établi que cette critique ait une portée permanente. Compte tenu de l'ampleur des efforts de désinflation déjà consentis, les coûts qu'ont pu occasionner des stratégies de désinflation sous-optimale appartiennent aujourd'hui au passé.

## CONCLUSION

Lorsque le projet d'union monétaire a repris vie, à la fin des années quatre-vingt, il apparaissait comme le couronnement d'un effort patient en vue de la stabilité des changes. Les succès du SME permettaient d'envisager un passage en douceur à la monnaie unique, au gré d'une transition graduelle ponctuée par les différentes étapes de l'UEM. Avec la communautarisation de l'ancrage monétaire, la constitution d'une banque centrale européenne indépendante, et le renoncement à l'option de la dévaluation, il s'agissait bien d'une vraie mutation, mais il semblait qu'elle puisse s'opérer sans rupture. L'union monétaire s'inscrivait si bien dans la continuité d'une évolution longue que l'on pouvait s'interroger sur l'ampleur de ses coûts et de ses bénéfices : les premiers semblaient faibles, puisque plusieurs pays avaient de fait déjà renoncé à la dévaluation ; les seconds n'apparaissaient pas d'évidence, puisque la stabilité des changes existait déjà dans le cadre du SME. Ainsi partisans et adversaires de l'UEM donnaient-ils parfois l'impression de s'opposer sur le signe d'une grandeur voisine de zéro.

Les premières années quatre-vingt dix ont mis à bas cette image. La violente crise qu'a connue le SME et l'élargissement des marges qui s'en est suivi ont fait justice de l'idée selon laquelle le mécanisme de change pouvait, sans changement institutionnel majeur, garantir la stabilité monétaire en Europe. Il est apparu clairement que tout dispositif de coopération entre banques centrales était à la merci des marchés, que le SME, malgré ses succès, pouvait en quelques semaines se disloquer, et qu'au total n'existait sans doute pas de voie moyenne durablement stable entre l'union monétaire et les changes flexibles. La remarquable stabilité observée depuis août 1993 entre les pays de l'ex-bande étroite ne dément pas cette conclusion : elle doit en effet beaucoup à la perspective de l'union monétaire, qui contribue à discipliner les politiques nationales. C'est au nom de cette perspective que les partenaires de l'Allemagne acceptent de s'arrimer à un système dont

l'asymétrie, hier tempérée par l'équilibre formel des obligations réciproques des banques centrales, apparaît aujourd'hui en pleine lumière. Peut-on croire que s'ils devaient définitivement renoncer à y participer demain au sein de la BCE, de grands pays accepteraient durablement que la décision monétaire leur échappe quasi-intégralement ?

Ainsi les bénéfices de l'union monétaire sur lesquels on s'interrogeait en 1990 sont-ils aujourd'hui bien visibles : c'est le seul régime qui organise de manière stable la coopération et qui assure durablement la stabilité des changes nominaux entre les pays de la Communauté, c'est très probablement celui qui offre le plus de garantie de stabilité des changes réels. Mais dans le même temps, les coûts potentiels de ce régime de change se sont eux aussi révélés plus clairement qu'on ne l'anticipait. Comme cet article l'a développé, ces dernières années nous ont beaucoup appris en matière d'asymétries. Les recherches conduites sur le fonctionnement de l'économie américaine, et les comparaisons qui ont été faites avec l'économie européenne, montrent que les mécanismes d'ajustement européens sont et resteront fondamentalement différents de ceux qu'on observe aux Etats-Unis : la réponse à un choc asymétrique frappant un Etat américain passe d'abord par la mobilité des facteurs et secondairement par des transferts budgétaires ; la réponse à un même choc frappant un pays de la Communauté passera par des mouvements de prix relatifs, que ceux-ci s'opèrent en changes fixes ou en changes flexibles, ainsi que par la mobilité du capital entre les pays, qui sera accrue par l'élimination du risque de change. Or les dernières dévaluations opérées au sein du SME confirment qu'il est plus coûteux de modifier les prix relatifs des biens produits par les différents pays en changes fixes qu'en changes flexibles. Des risques plus tangibles, des bénéfices plus visibles, bref un enjeu plus élevé : c'est ainsi qu'apparaît aujourd'hui l'union monétaire.

La récession nous a aussi appris que d'autres asymétries réelles méritent un examen plus attentif que cela n'a été le cas jusqu'à présent. Ainsi les disparités de réaction à un même mouvement de taux d'intérêt, que l'on a vu se manifester en 1992-93, appellent-elles très probablement la mise en oeuvre de politiques publiques destinées à favoriser la convergence des structures, notamment dans le domaine financier. D'une manière générale, les candidats à l'union monétaire devraient mettre à profit la période de transition pour conduire les politiques propres à réduire les coûts potentiels de l'union. Quels que soient par ailleurs leurs mérites, les critères de convergence nominale du traité ne sont ici d'aucun secours, parce qu'ils ne mettent pas l'accent sur les variables décisives. Il ne faudrait pas qu'hypnotisées par les critères de convergence nominale, les politiques économiques oublient la convergence réelle.

Enfin l'examen des indicateurs disponibles quant au degré d'asymétrie observable donne quelque crédit à l'idée d'une intégration à géométrie variable : il apparaît que les asymétries sont moins fortes entre les pays de l'ex-bande étroite du SME qu'entre ceux-ci et les autres Etats membres de la CE. Peu de recherches ont cependant été jusqu'à présent consacrées à ce sujet, et les résultats disponibles ne permettent pas de tirer des conclusions fermes quant aux coûts et bénéfices d'une intégration monétaire différenciée.

**REFERENCES**

- Aglietta, M. (1993), "Crise et cycles financiers, une approche comparative", *Revue d'économie financière*, automne.
- Alexander, L. (1994), "Monetary Policy Constraints and the Impact of the Elimination of Structural Problems in European Labor Markets", mimeo, mars.
- Artus, P. (1994), "L'évolution des taux d'intérêt en Europe : convergence nominale ou convergence réelle", *Document de travail Caisse des Dépôts*, n°1994-01/T.
- Banque des règlements internationaux (1994), *Rapport annuel*.
- Bayoumi, T. (1994), "A Formal Model of Optimum Currency Areas", *IMF Working Paper*, avril.
- Bayoumi, T., et A. Rose (1993), "Domestic Savings and Intra-national Capital Flows", *European Economic Review* 37.
- Bayoumi, T., et B. Eichengreen (1993), "Shocking Aspects of European Monetary Integration" in F. Torres et F. Giavazzi (eds), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Centre for Economic Policy Research/Cambridge University Press.
- Bayoumi, T., et A. Thomas (1994), "Relative Prices and Economic Adjustment in the U.S. and the E.U.: A Real Story about European Monetary Union", *IMF Working Paper* n° 94/65, juin.
- Bénassy, A., et al. (1993), "L'Italie pourra-t-elle participer à la création de l'UEM ?", *Economie et statistique* n°262-263.
- Bini-Smaghi, L., et S. Vori (1993), "Rating the EC as an Optimal Currency Area", *Temi di discussione* n°187, Banca d'Italia, janvier.
- Bini-Smaghi, L., F. Papadia et T. Padoa-Schioppa (1994), *The transition to EMU in the Maastricht Treaty*, mimeo, mai.
- Blanchard, O., et L. Katz (1992), "Regional Evolutions", *Brookings Papers on Economic Activity*, n°1.
- Blanchard, O., et D. Quah (1989), "The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances", *American Economic Review* 79, pp. 655-73.
- Bofinger P. (1994), "Is Europe an Optimum Currency Area?", *CEPR Discussion Paper* n°915, février.
- Boltho, A. (1993), *Has France converged on Germany? Policy and Institutions since 1958*, mimeo.

Bruno, M., et J. Sachs (1985), *The Economics of Worldwide Stagflation*.

Commission des Communautés européennes (1993), "Broad Economic Policy Guidelines and Convergence Report", *European Economy* n°55.

Commission des Communautés européennes (1994), "Broad Economic Policy Guidelines", *European Economy* n°58.

Committee of Governors of the Central Banks of the EC (1993), *The Impact of Changes in Official Rates on Private Domestic Expenditure in EC Countries: Some Evidence*, mimeo, juin.

Cottarelli et Kourelis (1994), "Financial Structure, Bank Lending Rates, and the Transmission Mechanism of Monetary Policy" *IMF Working Paper*, mars.

Cusson, Th. (1993), "L'impact d'une baisse d'un point des taux d'intérêt", *Bulletin mensuel de la Banque de France*, juin.

De Grauwe P. (1993a), "The Political Economy of Monetary Union in Europe", *The World Economy*, vol. 16 n°6.

De Grauwe, P. (1993b), "The Need for Real Convergence in a Monetary Union", in *The EMS in Transition*, Etude pour le Parlement européen préparée par l'Association pour l'union monétaire de l'Europe.

De Grauwe, P. (1994), "Towards EMU without the EMS" *Economic Policy*.

De Grauwe, P. et V. Vanhaverbeke (1991), "Is Europe an Optimum Currency Area? Evidence from Regional Data", *CEPR Discussion Paper* n° 555, May.

Delessy, H., et al. (1993), "Après Maastricht : quelles politiques économiques en Europe ?", *Observations et diagnostics économiques* n°43, janvier.

De Nardis, S. , A. Goglio et M. Malgarini (1994), "Regional Specialization and Shocks in Europe", Mimeo, septembre.

Dornbusch, R. (1988), "The EMS, the dollar and the yen", in F. Giavazzi, S. Micossi et M. Miller (eds.), *The European Monetary System*, Banca d'Italia/CEPR.

Eichengreen, B., et Ch. Wyplosz (1994), "Pourquoi le SME a craqué et comment le réparer", Actes du congrès de l'Association française de sciences économiques, *Revue économique*, mai.

Emerson, M., Gros, D., Italianer, A., Pisani-Ferry, J. et Reichenbach, H. (1990), *One Market, One Money*, in *European Economy* n°44 et Oxford University Press.



Feldstein, M., et Ch. Horioka (1980), "Domestic Savings and International Capital Flows", *The Economic Journal* 90, juin.

Giavazzi, F., et L. Spaventa (1990), "The 'New' EMS", *CEPR Discussion Paper n°369*, janvier.

Goodhart, Ch., et S. Smith (1993), "Stabilization", in "The Economics of Community Public Finance", *European Economy*, Reports and Studies n°5.

Italianer, A. (1994), "Convergence in Europe: State of Affairs", in A. Wildavsky et E. Zupico-Goni (eds), *National Budgeting for European and Monetary Union*, European Institute of Public Administration.

Italianer, A., et J. Pisani-Ferry (1992), "Systèmes budgétaires et amortissement des chocs régionaux", *Economie prospective internationale* n°51.

Italianer, A., et J. Pisani-Ferry (1993), "Union monétaire et allocation internationale de l'épargne", in P. Artus, Cl. Bismut et D. Plihon (eds.) *L'Epargne*, PUF.

Italianer, A., et M. Vanheukelen (1994), "Proposals for Community Stabilization Mechanisms: Some Historical Applications", in "The Economics of Community Public Finance", *European Economy*, Reports and Studies n°5.

Kenen, P. (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", in R. Mundell and A. Swoboda (eds.), *Monetary Problems of The International Economy*, University of Chicago Press.

Krugman, P. (1991), *Geography and Trade*, MIT Press.

Krugman, P. (1993), "Lessons of Massachusetts for EMU", in F. Torres and F. Giavazzi (eds.), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, CEPR/Cambridge University Press.

Marston, R. (1985) "Stabilization Policies in Open Economies", in R. Jones and P. Kenen (eds.), *Handbook of International Economics*, vol. II, Elsevier.

Masson, P. (1994), "Gaining and Losing ERM Credibility: The Case of the United Kingdom", communication au colloque de Bordeaux *European Currency Crises and After*, juillet, à paraître chez Manchester University Press.

Miles, D. (1994), "Fixed and Floating-Rate Finance in the UK and Abroad", *Bank of England Quarterly Bulletin*, février.

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

Ozkan, G., et A. Sutherland (1994), "A Currency Crisis Model with an Optimizing Policy Maker", communication au colloque de Bordeaux *European Currency Crises and After*, juillet, à paraître chez Manchester University Press.

Sachs, J., et X. Sala-i-Martin (1992), "Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States", *CEPR Discussion Paper* n°632.

Thomas, A. (1993), "Saving, Investment, and the Regional Current Account: An Analysis of Canadian, British, and German Regions", *IMF Working Paper* 93/62, août.

**LISTE DES DOCUMENTS DE TRAVAIL DUCEPII<sup>22</sup>**

**1994**

"Chômage et salaire en France sur longue période", Pierre Villa, *document de travail n° 94-13*, novembre.

"Croissance et spécialisation", Frédéric Busson et Pierre Villa, *document de travail n° 94-12*, novembre.

"The international Monetary System in Search of New Principales", Michel Aglietta, *document de travail n° 94-11*, septembre.

"French and German Productivity Levels in Manufacturing: a Comparison Based on the Industry of Origin Method", Deniz Unal-Kesenci et Michael Freudenberg, *document de travail n° 94-10*, septembre.

"La réunification allemande du point de vue de la politique économique", Agnès Bénassy, Pierre Villa, *document de travail n° 94-09*, septembre.

"Commerce international, emploi et salaires", Olivier Cortes et Sébastien Jean, *document de travail n° 94-08*, août.

"La fonction de consommation sur longue période en France", Pierre Villa, *document de travail n° 94-07*, juillet.

"Réglementation et prise de risque des intermédiaires financiers : la crise des prix d'actifs au début des années 1990", Benoit Mojon, *document de travail n° 94-06*, juillet.

"Turquie : d'une stabilisation à l'autre", Isabelle Bensidoun, *document de travail n° 94-05*, juillet.

"Economic Policy Strategies to Fight Mass Unemployment in Europe: An Appraisal", Henri Delessy et Henri Sterdyniak, *document de travail n° 94-04*, juillet.

"Transmission de la politique monétaire et crédit bancaire, une application à cinq pays de l'OCDE", Fernando Barran, Virginie Coudert et Benoît Mojon, *document de travail n° 94-03*, juin.

"Indépendance de la banque centrale et politique budgétaire", Agnès Bénassy et Jean Pisani-Ferry, *document de travail n° 94-02*, juin.

"Les systèmes de paiements dans l'intégration européenne", Michel Aglietta, *document de travail n° 94-01*, mai.

---

<sup>22</sup> Les documents de travail sont diffusés gratuitement sur demande au CEPII au 48 42 64 14 ; une liste des documents de travail 1984-1994 est également disponible à ce numéro.

**1993**

"Crises et cycles financiers : une approche comparative", Michel Aglietta, *document de travail* n°93-05, octobre.

"Regional and World-Wide Dimensions of Globalization", Michel Fouquin, *document de travail* n°93-04, septembre.

"Règle, discrétion et régime de change en Europe", Pierre Villa, *document de travail* n° 93-03, août.

"Crédit et dynamiques économiques", Michel Aglietta, Virginie Coudert, Benoît Mojon, *document de travail* n° 93-02, mai.

"Les implications extérieures de l'UEM", Agnès Bénassy, Alexander Italianer, Jean Pisani-Ferry, *document de travail* n° 93-01, avril.

**1992**

"Pouvoir d'achat du franc et restructuration industrielle de la France 1960-1991", Gérard Lafay, *document de travail* n° 92-04, décembre.

"Le Franc : de l'instrument de croissance à la recherche de l'ancrage nominal", Michel Aglietta, *document de travail* n° 92-03, décembre.

"Comportement bancaire et risque de système", Michel Aglietta, *document de travail* n° 92-02, mai.

"Dynamiques macroéconomiques des économies du sud : une maquette représentative", Isabelle Bensedoun, Véronique Kessler, *document de travail* n° 92-01, mars.

**1991**

"Europe de l'Est et URSS : niveaux de production et de consommation en Europe de l'Est et comparaisons avec l'Europe de l'Ouest", Françoise Lemoine, *document de travail* n° 91-04, décembre.

"Europe de l'Est, URSS, Chine : la montée des déséquilibres macroéconomiques dans les années quatre-vingt", Françoise Lemoine, *document de travail* n° 91-03, décembre.

"Ordre monétaire et banques centrales", Michel Aglietta, *document de travail* n° 91-02, mars.

"Epargne, investissement et système financier en Chine", Françoise Lemoine, *document de travail* n° 91-01, février.