



# APPRÉCIATIONS ET CONSÉQUENCES POSSIBLES DE L'HÉTÉROGÉNÉITÉ STRUCTURELLE DE LA ZONE EURO

ALEXIS PENOT \*

**L**e projet de l'Union économique et monétaire constitue depuis sa mise en œuvre un défi tant pratique que théorique. Appliquer une politique monétaire unique à de nombreux pays présente en effet certains dangers. La théorie sur les zones monétaires optimales discutait notamment de l'existence de chocs qui frapperaient certains pays et en épargneraient d'autres et soulevait alors le problème de la réponse appropriée qui serait unique mais appliquée à des pays dans des situations différentes. Conscients de ces difficultés, les États de la zone euro ont tenté de rapprocher leurs économies grâce aux critères de convergence.

Toutefois, outre le fait que ces critères ne portaient que sur des variables nominales, ils n'apportaient pas de réelles solutions à d'éventuelles réponses divergentes à des chocs symétriques. Or, la politique monétaire est désormais unique et elle supposerait donc, dans le cas idéal, une réponse identique des variables réelles aux variations des instruments monétaires.

Il est sans doute prématuré de tirer des conclusions définitives après un peu plus de deux ans d'existence de monnaie unique mais les évolutions conjoncturelles récentes ne plaident guère en faveur de ce scénario idéal. En effet, les écarts conjoncturels se sont accrus depuis le premier janvier 1999 puisque l'inflation sous-jacente était comprise entre 1 % et 2,75 % en Europe. Deux ans plus tard, l'écart entre les niveaux extrêmes atteint plus de quatre points. La croissance économique n'est pas en reste : au troisième trimestre 2001, la croissance sur un an était de 0,3 % en Allemagne contre 2,5 % en Espagne ou 1,8 en France. Ce ne sont pas des signes de convergence...

\* Laboratoire d'Économie d'Orléans (alexis.penot@univ-orleans.fr).

La Banque centrale européenne est consciente de cette situation mais ne semble pas s'en inquiéter outre mesure en prenant l'exemple des États-Unis et son président, Duisenberg (2000), affirme que la politique monétaire européenne ne saurait être menée en tenant compte de ces disparités nationales qui sont à la charge des politiques budgétaires et structurelles et que les écarts actuels sont inévitables dans la mesure où certains pays ont encore un rattrapage à effectuer<sup>1</sup>

Pourtant, ces écarts conjoncturels ne doivent pas être négligés ; ils pourraient révéler l'existence de différences structurelles dans les mécanismes de transmission de la politique monétaire. Ces différences seraient telles que les économies des différents pays membres ne réagiraient pas de la même manière aux variations des taux d'intérêt décidées par la BCE. Cet article vise donc à établir l'importance de ces hétérogénéités susceptibles d'affecter le fonctionnement de la politique monétaire unique. La première partie montre que les études macroéconomiques empiriques ne permettent pas de conclure de manière définitive ; elle souligne aussi la nécessité de regarder plus en détail les structures financières et les mécanismes de formation des prix qui sont à l'origine de ces disparités de transmission de la politique monétaire. Ces deux aspects seront étudiés dans les deux parties suivantes.

2

### *DES PREUVES EMPIRIQUES INCERTAINES*

Les études empiriques se sont multipliées pour mesurer les intensités de la transmission de la politique monétaire à la sphère réelle. Elles ne limitent pas leurs investigations à la mesure des conséquences sur le taux de croissance d'un durcissement monétaire dans le cadre d'un modèle particulier mais étudient également la longévité de ces effets réels ou bien encore la date de leur ampleur maximale. L'ensemble de ces travaux se distinguent par la nature et la taille du modèle économétrique utilisé. Aux grands modèles à plusieurs pays (ou non), certains préfèrent utiliser, pour des raisons bien évidentes de facilité d'utilisation, des modèles plus réduits, que ce soit sous la forme de modèles VAR, - qui reposent sur les relations statistiques - ou bien sur des modèles à la vocation théorique plus affirmée.

#### *L'utilisation de grands modèles empiriques*

##### *Les modèles multinationaux*

La réalisation de grands modèles empiriques multinationaux est complexe et exige d'importants moyens. Et si leur but initial n'est donc pas de répondre précisément à la question qui nous est posée, ils peuvent nous apporter quelques éléments de réponse à travers les modèles de Taylor (1993), MCM de la Réserve fédérale américaine décrit par Tryon

(1995), Euromon de la Banque centrale des Pays-Bas ou Nigem du National Institute of Economic and Social Research décrits par De Bondt (1997) et McAdam & Morgan (2001)<sup>2</sup>.

Ces modèles permettent d'évaluer l'impact réel d'un durcissement monétaire et ainsi d'établir un classement entre les pays selon leur sensibilité réelle aux impulsions de politique monétaire. Malheureusement, tous les pays de la zone euro ne sont pas couverts puisque les modèles se contentent souvent de décrire les pays du G7. Les résultats peuvent tout de même être riches d'enseignement et sont présentés dans le tableau n°1.

**Tableau n°1**  
**Sensibilités à la politique monétaire**  
**dans les grands modèles empiriques**

Modèle	Hierarchie obtenue
TAYLOR	France > Allemagne = Italie
MCM	Allemagne = France > Italie
EUROMON	Allemagne > France > Italie
NIGEMI <sup>(a)</sup>	Allemagne > France > Italie
NIGEM <sup>(b)</sup>	Allemagne > Italie > France

(a) de Bondt (1997), (b) McAdam & Morgan (2001)

3

Les conclusions inspirées par le tableau n°1 sont nettes pour le cas de l'Italie qui est systématiquement le pays qui répond le moins aux variations des conditions monétaires. Les comparaisons entre l'Allemagne et la France sont cependant plus ambiguës puisque c'est l'Allemagne qui est décrite comme plus sensible dans deux cas sur quatre. Dans un troisième, cette hiérarchie est inversée alors que dans le dernier, les différences sont négligeables. Il paraît donc difficile de conclure au vu de ce seul tableau, d'autant plus qu'il ne concerne pas tous les pays de la zone euro qui sont en revanche étudiés dans des modèles nationaux spécifiques.

#### *Les modèles nationaux*

Pour compenser l'absence de certains pays dans les modélisations multinationales, la BRI (1995) rassemble des projets menés par les Banques centrales nationales sur des modèles de tous les pays participant au projet de la monnaie unique. Afin de rendre les exercices comparables, chaque modèle est placé exactement dans la même configuration, à savoir une hausse de cent points de base des taux d'intervention des Banques centrales pendant huit trimestres. Les résultats sont représentés dans le tableau n°2.

**Tableau n°2**  
**Synthèse de l'étude de la BRI pour les pays de la zone euro**

	Délai de l'effet maximal	PIB réel	
	(en années)	Effet maximal (en %)	Effet à long terme (en %)
Allemagne	2	-0.37	0.11
Autriche	2	-0.14	0.01
Belgique	3	-0.23	0.02
Espagne	4	-0.17	-0.13
France	2	-0.36	0.05
Italie	2	-0.44	-0.12
Pays-Bas	2	-0.18	0.02

Si ces modèles plaident indiscutablement en faveur de l'existence d'hétérogénéités dans les mécanismes de transmission de la politique monétaire, les conclusions diffèrent dans une grande mesure de celles qui avaient été obtenues à l'aide du tableau n°1. C'est en effet désormais l'Italie qui est dotée de l'économie la plus sensible aux impulsions de politique monétaire - même si l'Espagne est très proche dans le long terme. L'Allemagne et la France présentent une situation comparable mais restent moins réactives que l'Italie. La Belgique, puis l'Autriche et les Pays-Bas viennent se situer à un niveau encore inférieur et sont les pays dont la production répond le moins aux chocs de taux.

Entre des modèles multinationaux limités en nombre de pays et des conclusions de la BRI qui pourraient n'être que le reflet d'hypothèses différentes pour la construction des modèles, les modèles de taille plus modeste constituent une voie intermédiaire intéressante.

#### *Les petits modèles empiriques*

Les petits modèles empiriques présentent une alternative séduisante aux coûteux modèles comportant des dizaines d'équations. Ils peuvent prendre deux formes : les modèles VAR, largement utilisés, exploitent des relations purement statistiques entre variables expliquées alors que les petits modèles structurels recherchent une pertinence théorique plus affirmée.

Les premiers sont très largement utilisés mais ne peuvent s'affranchir de limites théoriques relativement fortes. Lorsqu'ils sont limités à l'inflation, la production et aux taux d'intérêt<sup>3</sup>; les modèles se privent de toutes relations liées aux taux de change, ce qui est incompatible avec le degré d'ouverture des pays européens pris individuellement, comme le soulignent Dornbusch, Favero et Giavazzi (1996). Par ailleurs, ces configurations ne peuvent décrire la réalité du fonctionnement de la politique monétaire unique. En toute logique en effet, les fonctions de réponse

simulées devraient mettre en œuvre une augmentation simultanée de tous les taux d'intérêt des pays de la zone euro puisqu'il n'existe désormais plus qu'un seul taux pour toute la zone et ce n'est que rarement le cas.

Les restrictions imposées aux modèles VAR posent également un certain nombre de problèmes : c'est ainsi que Gerlach et Smets (1995) postulent que la politique monétaire n'a d'effet sur l'activité ni de manière courante ni dans le long terme. Ces restrictions sur le long terme sont problématiques dans la mesure où elles imposent que les variables du modèle soient stationnaires, ce qui semble discutable.

Par ailleurs, la structure même du modèle VAR conduit à de mauvaises spécifications des relations économiques : il est par exemple impossible de rendre compte de l'influence du taux d'intérêt allemand sur les autres taux de la zone. Omettre cette influence, c'est courir le risque de considérer une variation des taux d'intérêt italiens comme une innovation exogène alors qu'elle ne pourrait être que le résultat d'une réaction endogène à une innovation de politique monétaire allemande. Ces sérieuses limitations conduisent donc de nombreuses études à orienter leurs petits modèles empiriques vers des démarches différentes avec des conclusions souvent radicalement modifiées.

Pour établir des comparaisons claires, le tableau n°3 n'indique des conclusions que pour les principaux pays de la zone auxquels est ajouté parfois le Royaume-Uni afin de mettre en évidence le peu d'homogénéité d'une étude à l'autre.

**Tableau n°3**  
**Synthèse des résultats issus des petits modèles empiriques**

Gerlach & Smets (1995) ET	Royaume-Uni > Allemagne = Italie > France
Gerlach & Smets (1995) S	Royaume-Uni = Allemagne > France > Italie
Kieler & Saarenheimo (1998) ET	Royaume-Uni > France > Allemagne
Kieler & Saarenheimo (1998) S	Allemagne > Royaume-Uni > France
Ramaswamy & Slock (1997)	Allemagne > Italie = Royaume-Uni > France
Barran, Coudert & Mojon (1997)	Allemagne > Royaume-Uni = France > Italie
Ehrmann (1998)	Allemagne = France > Royaume-Uni > Italie
Giovannetti & Marimon (1998)	Allemagne = France
FMI (1996)	France > Italie > Allemagne
Britton & Whitley (1997) (sim)	Allemagne = France = Royaume-Uni
Britton & Whitley (1997) (sep)	France = Allemagne > Royaume-Uni
Dornbusch, Favero & Giavazzi (1998a)	Italie > Allemagne = France = Royaume-Uni
Cechetti, McConnel & Quiros (1999)	France > Allemagne > Italie > Royaume-Uni
Mojon & Peersman (2001)	Allemagne > Italie > France
Mihov (2001)	Allemagne > Italie > France = Royaume-Uni
Clements, Kontolemis & Levy (2001)	France > Italie > Allemagne

ET désigne un choc monétaire d'un écart-type, S un choc monétaire de cent points de base, (sim) désigne une estimation simultanée et (sep) une estimation séparée.

Les travaux réalisés avec les petits modèles économétriques concluent rarement à l'absence d'hétérogénéités dans les mécanismes de transmission de la politique monétaire même si les auteurs observent parfois que les disparités ne sont pas toujours statistiquement significatives. Le plus étonnant toutefois réside dans la différence des conclusions d'une étude à l'autre : ainsi, l'Italie est généralement décrite comme peu sensible aux impulsions de politique monétaire sauf par Dornbusch *et al.* (1998a) qui la classe au premier rang. L'Allemagne semble toutefois être le pays qui obtient le plus de premières places parmi les trois pays de la zone euro mentionnés dans le tableau même si elle n'échappe pas aux dernières places, notamment dans FMI (1996) ou Kieler & Saarenheimo (1998) pour un choc standardisé.

Au final donc, si l'existence d'hétérogénéités au sein de la zone euro en matière de transmission de la politique monétaire semble indéniable, les études empiriques peinent à définir sans ambiguïté quels sont les pays qui seront les plus touchés par un durcissement monétaire ou au contraire ceux qui profiteront le plus d'une baisse des taux d'intérêt. Le recours aux données macroéconomiques mérite donc certainement d'être complété par des analyses plus fines des déterminants de la transmission de la politique monétaire, à commencer par les structures financières des pays de la zone euro. C'est l'objet de la section suivante.

### *LES STRUCTURES FINANCIÈRES NATIONALES*

L'analyse théorique de la transmission de la politique monétaire est venue s'enrichir dans les années 1980 des enseignements apportés par les théories du canal du crédit qui donnent un rôle essentiel aux structures financières en s'appuyant sur les imperfections sur le marché des crédits, que ce soit par la difficulté de trouver d'autres sources de financement que le crédit ou par la capacité des emprunteurs de fournir des garanties plus ou moins grandes.

L'objet de cette partie est donc de faire un inventaire des disparités qui existent dans les structures financières des pays européens. Pour ce faire, elles vont être étudiées du point de vue des institutions financières, puis non financières et enfin à travers les relations qui existent entre ces deux types d'institution.

#### *Les structures financières nationales sous l'angle des institutions financières*

La théorie met en valeur le rôle potentiellement essentiel joué par les banques dans la transmission de la politique monétaire selon la manière

dont elles répercutent les mesures de politique monétaire mais aussi selon leur taille et leur santé dans les différents pays.

*La transmission des taux directeurs aux taux débiteurs*

Les études qui se concentrent sur la façon dont les banques commerciales répercutent les décisions de politique monétaire semblent bien plaider pour l'existence de comportements différents de la part des banques selon les pays, comme l'indique le tableau n°4. En effet, au final, en comparant les répercussions à long terme, on constate que les différences sont relativement importantes entre le pays dont les taux débiteurs suivent le moins une hausse des taux décidés par la Banque centrale - la France avec 0,69 - et ceux qui les répercutent le plus - la Belgique et l'Italie avec respectivement 1,15 et 1,17 - pour lesquels l'impact de la politique monétaire sera naturellement le plus fort. À court terme, les différences sont encore plus marquées. Mojon (2000) est une actualisation de ces travaux : elle démontre un rapprochement limité à la France et l'Allemagne mais ne peut remettre en cause l'existence des disparités. La taille des banques commerciales peut être un élément d'explication de ces différences.

*La taille des banques*

La littérature a montré, avec Kashyap & Stein (1995), que les petites banques sont plus sensibles aux décisions de politique monétaire puisque l'accès aux sources alternatives de refinancement leur est plus difficile et plus coûteux. Il faut donc dresser le portrait des banques européennes en fonction de ce critère ; c'est ce que propose le tableau n°5.

**Tableau n°4**  
**Réaction des taux débiteurs à une hausse de 1%**  
**des taux directeurs**

	ALL	FRA	ITA	BEL	PB	ESP	AUT	RU
Cottarelli & Kourelis (1994)	0,37	n.d.	0,12	0,21	0,52	n.d.	n.d.	0,87
BRI (1994)	0,18	0,43	0,14	0,61	1,08	n.d.	n.d.	1,00
Borio & Fritz (1995) CT	0,11	0,43	0,26	0,85	1,25	0,00	0,40	1,00
Borio & Fritz (1995) LT	0,99	0,69	1,15	1,17	1,08	1,06	0,86	1,01
Mojon (2000)	0,61	0,83	0,67	0,35	0,77	0,15	n.d.	n.d.

**Tableau n°5**  
**Synthèse de différentes mesures de la taille des banques**

	ALL	FRA	ITA	BEL	PB	ESP	AUT	POR	IRL	GRE
Nombre d'établissements <sup>(a)</sup>	1873	371	603	84	58	158	139	41	46	21
Nombre de banques par millions d'habitants <sup>(b)</sup>	43	26	16	14	11	8	126	5	18	n.d.
Taille moyenne des banques <sup>(c)</sup>	12,8	20,1	12,3	22,3	32,1	10,2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Concentration des actifs dans les cinq plus grandes banques <sup>(d)</sup>	17 %	40 %	25 %	57 %	79 %	44 %	48 %	76 %	41 %	n.d.
Indice de concentration <sup>(e)</sup>	16	41	25	55	75	44	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

(a) Seltz (2000) d'après Bankscope. (b) Cecchetti (1999). (c) Guiso Kashyap, Panetta & Terlizzese (1999), les chiffres désignent l'actif total. (d) Cecchetti (1999), pourcentage des actifs détenu par les cinq plus grandes banques. (e) Bikker (1999), un indice élevé témoigne d'une forte concentration.

À la vue de ce tableau, les paysages bancaires apparaissent bien différents d'un pays à l'autre : au paysage très éclaté de l'Allemagne et de l'Autriche, on peut opposer celui de la Belgique, des Pays-Bas, du Portugal et dans une moindre mesure de la Finlande qui sont des pays à forte concentration bancaire. À l'aune de ce critère, les décisions de politique monétaire auraient le plus de conséquences chez les premiers<sup>4</sup> que chez les seconds<sup>5</sup>.

#### *La santé des banques*

L'effet de la taille peut être atténué par la santé des établissements puisqu'une banque fragile financièrement, même grande, aura des difficultés à trouver des sources alternatives de refinancement. Or, De-Nederlandsche-Bank (1999) souligne que la zone euro est marquée par de grandes divergences dans ce domaine. Trois groupes peuvent être grossièrement formés à l'aide du tableau n°6 : les banques espagnoles, françaises et italiennes sont les moins efficaces alors que les établissements belges figurent à la première place. Entre ces deux extrémités se trouvent les banques allemandes et néerlandaises.

**Tableau n°6**  
**Indicateurs de la santé des banques dans l'UEM (1996)**

	ALL	FRA	ITA	BEL	PB	ESP	AUT	POR	IRL	FIN
Rendement des actifs	0,44	0,36	0,33	0,52	0,75	0,76	0,38	0,91	1,57	0,50
Provisions pour perte sur emprunts	0,18	0,24	0,62	0,17	0,26	0,32	0,59	0,42	0,17	0,78
Marge nette d'intérêts	1,24	1,43	2,32	1,41	2,06	2,20	1,67	2,60	3,36	2,07
Coûts opérationnels	2,19	1,84	3,19	1,67	2,48	2,69	2,45	3,80	3,32	3,05
Profits avant impôts par rapport à l'actif <sup>(*)</sup>	0,26	0	0,11	0,23	0,5	0,45	n.d.	0,62	n.d.	n.d.

Sources : Cecchetti (1999) sauf(\*) : Kashyap & Stein (1997)



De-Nederlandsche-Bank (2000) vient en partie confirmer cette dernière hiérarchie avec un comparatif de six pays en termes de rentabilité des banques. Les italiennes et françaises y apparaissent dans la plus mauvaise position alors que les établissements néerlandais sont les mieux notés. Entre ces deux groupes hétérogènes, figurent les banques allemandes et belges. Mais les hétérogénéités concernent également les agents non financiers.

*Les structures financières nationales sous l'angle des agents non financiers*

*Les caractéristiques des emprunteurs de la zone euro*

Les emprunteurs, et en particulier les entreprises, peuvent ne pas être identiques d'un pays à l'autre. Leur taille peut à nouveau être évoquée à l'aide des indicateurs réunis dans le tableau n°7. À l'aune du nombre d'employés, Guiso *et al.* (1999) montrent que les hétérogénéités sont relativement fortes puisque le nombre d'employés de la firme médiane va du simple au double entre les Pays-Bas et l'Allemagne. Les entreprises belges et françaises semblent de taille importante, contrairement aux établissements italiens et espagnols qui semblent donc davantage exposés aux modifications des conditions monétaires<sup>6</sup>.

**Tableau n°7**  
**Répartition de l'emploi selon la taille des entreprises**

	ALL	FRA	ITA	BEL	PB	EST	POR	IRL
% des firmes de 0 à 10 salariés	18 %	28 %	43 %	17 %	30 %	46 %	24 %	n.d.
% des firmes de 10 à 499 salariés	46 %	41 %	38 %	48 %	45 %	39 %	55 %	n.d.
% des firmes de 499 salariés et plus	36 %	31 %	20 %	4 %	25 %	15 %	21 %	n.d.

Source : Kashyap & Stein (1997)

Le critère des secteurs d'activité semble plus pertinent : Galmon & Salmon (1996) montrent dans le cas britannique que des secteurs d'activité différents, dotés d'intensités en capital différentes, correspondent à des transmissions différentes de la politique monétaire.

Or, le tableau n°8 montre que ces intensités ne sont pas homogènes d'un pays à l'autre avec des valeurs supérieures dans le secteur productif allemand par rapport aux valeurs françaises, italiennes et belges, situées à peu près au même niveau. Ces éléments exposeront donc davantage l'Allemagne aux décisions de politique monétaire.

**Tableau n°8**  
**Indicateurs de sensibilité au capital des économies de la zone euro**

	ALL	FRA	ITA	BEI	PB	ESP
Ratio capital sur production <sup>(a)</sup>	4,0	3,0	3,2	3,0	n.d.	n.d.
Ratio investissement sur PIB <sup>(a)</sup>	0,22	0,19	0,18	0,18	0,20	0,21
Structure économique <sup>(b)</sup>						
Agriculture	1 %	2,3 %	3,0 %	1,6 %	3,1 %	n.d.
Industrie	26,7 %	20 %	20 %	18,2 %	20,4 %	n.d.
Construction	5,4 %	5,1 %	5,7 %	5,1 %	5,1 %	n.d.
Services	61,2 %	66,7 %	65,0 %	66,2 %	64,9 %	n.d.
Autres	5,7 %	5,9 %	6,5 %	8,9 %	6,5 %	n.d.

(a) Guiso *et al.* (1999), (b) Fase & de Bondt (1999)

*Le comportement financier des ménages et des entreprises*

Le recours à l'endettement, indiqué dans le tableau n°9, représente le premier point d'intérêt, en particulier pour les ménages qui présentent en Europe certaines différences selon les pays. C'est en Autriche et en Italie que le recours à l'endettement est le plus faible : Babeau, Laine et McCabe (2000) l'expliquent par quelque tradition locale qui assimile le crédit à la pauvreté. À l'opposé, les ménages allemands apparaissent fortement endettés. Or, d'un point de vue théorique, les ménages les plus sensibles aux impulsions de politique monétaire vont naturellement être ceux qui ont le recours le plus fréquent à l'endettement pour financer leur consommation et leurs investissements.

**Tableau n°9**  
**Indicateurs de l'endettement des ménages européens**

(1995)	ALL	FRA	ITA	BEL	PB	ESP
Endettement des ménages						
en pourcentage du revenu disponible <sup>(a)</sup>	78	51	31	42	65	58
en pourcentage de leurs consommations <sup>(b)</sup>	72,0	46,3	9,8	38,4	43,4	n.d.
dont Prêts immobiliers	55,6	40,5	7,0	31,8	39,5	n.d.
dont Prêts à la consommation	16,4	5,8	2,8	6,6	3,9	n.d.

(a) Guise *et al.* (1999), (c) De Bondt (1999)

De nombreuses études sur les différences potentielles de la transmission de la politique monétaire unique au sein de la zone euro insistent sur la maturité des emprunts contractés par les agents non financiers qui seront d'autant plus protégés des décisions de politique monétaire qu'ils se seront engagés sur des contrats de longue période qui ne nécessitent pas d'éventuels renouvellements.

**Tableau n°10**  
**Indicateurs de maturité des contrats d'endettement**

	ALL	FRA	ITA	BEL	PB	ESP	AUT
Ensemble de l'économie							
Court terme	16	17	51	23	17	40	23
Moyen et long terme	84	83	49	77	83	60	77

Sources : Borio (1995)

Le tableau n°10 montre que les pays du sud de l'Europe semblent privilégier assez nettement les financements à court terme<sup>7</sup> ; on peut ainsi estimer que la maturité des contrats de dette italiens rend ce pays nettement plus sensible que les autres en matière de transmission de la politique monétaire.

Les réactions des consommations européennes aux décisions de politique monétaire peuvent être une autre source d'hétérogénéités. L'enjeu est ici de savoir si les structures financières confèrent, au canal du crédit une certaine pertinence dans l'analyse de la consommation. Mojon (2000) met en évidence quelques disparités dans les effets revenus et de richesse auxquels les Italiens sont plus sensibles que les Français ou les Allemands dont la consommation est ainsi mieux protégée des décisions de politique monétaire<sup>8</sup>.

Un dernier point concerne enfin la sensibilité de l'investissement des entreprises aux décisions de politique monétaire. Mojon, Smets et Vermeulen (2000) réalisent à la fois un *survey* et mènent des travaux empiriques sur données de panel. Les entreprises allemandes et italiennes seraient deux fois plus sensibles que leurs concurrentes espagnoles ou françaises et rendent leur pays plus sensible aux variations de la politique monétaire.

Pour compléter cette partie, les relations qui existent entre les sphères financières et non financières doivent maintenant être étudiées.

*Quelques aspects sur les relations entre les institutions financières  
et les agents non financiers*

Le premier aspect concerne les relations entre les entreprises et les banques qui seront d'autant plus coûteuses à rompre qu'elles sont anciennes. Guiso *et al.* (1999) indiquent que les entreprises n'ayant qu'une seule banque sont plus nombreuses en Allemagne et aux Pays-Bas qu'en Belgique. Les entreprises belges peuvent donc faire jouer la concurrence entre banques et certainement adoucir les conséquences d'un durcissement monétaire.

En matière de développement des marchés de capitaux, les disparités sont également nombreuses ; c'est particulièrement notable pour les

capitalisation boursières (voir le tableau n°11). Le Portugal, l'Italie et la Grèce se distinguent par leur très faible disponibilité des financements directs alors que la Belgique offre à ses entreprises des possibilités alternatives de financement.

**Tableau n°11**  
**Indicateur de disponibilités des sources de financement direct**

	ALL	FRA	ITA	BEL	PB	ESP	POR	IRL	FIN	GRE	AUT
Capitalisation boursière (en % du PIB)	29	38	21	45	96	42	23	18	50	20	15
Financement direct (en % du fin. banc.)	1	13,8	1,1	15,7	6,7	4	22,4	ad	7,2	nd	3
Nbre de firmes cotées	681	686	217	139	217	357	158	76	71	245	106

Sources : Cecchetti (1999), Ehrmann, Gambacorta, Martinez-Pages, Sevestre et Worms (2001)

Les structures financières sont donc différentes à plusieurs titres ; il faut donc en faire la synthèse et tenter d'évaluer leur pérennité.

#### *Synthèse des indicateurs et pérennité des hétérogénéités*

Pour réaliser la synthèse des disparités décrites, le principe consiste à déterminer pour chacune d'elles et pour chacun des pays la force qu'elles donnent à la transmission de la politique monétaire et à la représenter par des indices qui sont donnés dans le tableau n°12. Un indice élevé y indique que la caractéristique concernée expose le pays donné à une transmission forte de la politique monétaire.

Les écarts sont donc relativement importants : la Belgique semble isolée des impulsions de politique monétaire grâce à un financement direct disponible et des endettements à long terme. Le Portugal, qui compte en proportion beaucoup de 3, se trouve dans la situation inverse avec des banques fragiles financièrement et des petites entreprises incapables de trouver des financements ailleurs que dans leur établissement bancaire. Parmi les trois grands pays de la zone, l'Italie cumulerait de nombreux signes en faveur d'un canal du crédit important avec des banques fragiles qui financent, souvent à court terme, des petites entreprises qui n'ont pas la possibilité de substituer d'autres financements aux crédits bancaires. La France et l'Allemagne présentent un profil moins sensible. Les disparités structurelles sont donc bien réelles et il faudrait certainement un heureux enchaînement de circonstances pour qu'elles conduisent à une transmission uniforme de la politique monétaire.

Les hétérogénéités mises en évidence jusqu'à présent concernent une période antérieure au lancement effectif de la monnaie unique dont on pourrait attendre qu'elle modifie le comportement des agents vers une

plus grande convergence à la faveur d'une politique monétaire unique, d'une plus grande concurrence entre banques ou de la naissance d'un vaste marché de capitaux.

Empiriquement pourtant, les signes de convergence restent ténus, comme en attestent Coudert & Mojon (1997). Les signes de concentration bancaire demeurent faibles comme le reconnaît la BCE (1999) et Gual (1999) ne trouve pas de justification qui viendrait renverser cette tendance.

**Tableau n°12**  
**Sensibilité des différents pays à la politique monétaire**

	ALL	FRA	ITA	BEL	PB	ESP	POR	IRL	FIN	GRE	AUT
Taille des banques	3	2	2	1	1	2	1/2	2	1	2	3
Santé des banques	2	3	3	2	1	2	3	2	2/3	2	2
Taille des entreprises	1	2	3	2	3	3	3	2	n.d.	3	n.d.
Sensibilité au capital	3	2	2	2	2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Financement indirect	2	2	3	1	2	2	3	2	n.d.	2	3
Sensibilité des ménages aux effets de richesse	1	1	3	n.d.	n.d.	2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Endettement des ménages	3	2	1	2	2	2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Maturité des emprunts	1	1	3	1	1	2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1

Les aspects réglementaires et institutionnels sont les principaux freins à la convergence : c'est en tout cas la thèse défendue par Cecchetti (1999) et La Porta, Lopes de Silanes & Shleifer (1997).

En conclusion, dans la mesure où le canal du crédit constitue un aspect important de la transmission de la politique monétaire<sup>9</sup>, les disparités de structures financières nationales au sein de la zone euro constituent indéniablement un facteur d'hétérogénéités dans la transmission de la politique monétaire. Si des convergences peuvent voir le jour, elles ne seront que partielles et la Banque centrale européenne va devoir s'habituer, au moins un temps, à ce que sa politique n'affecte pas les différents pays de manière uniforme.

Les disparités au sein de la zone euro ne s'arrêtent néanmoins pas à ce constat d'asymétries dans la transmission de la politique monétaire à la sphère réelle. Un constat similaire peut être dressé à propos des mécanismes de formation des prix au sein de la zone qui vont être étudiés dans la section suivante.

#### *LES MÉCANISMES DE FORMATION DES PRIX*

Si on décrirait une économie avec un petit modèle économétrique à deux équations, la première section aurait abordé les écarts des

coefficients d'une fonction décrivant les évolutions d'un indicateur de production. Cette présente section s'attache à la seconde, la courbe de Philipps, qui décrit la façon dont se forment les prix dans une économie. Dans un premier temps, nous allons considérer les structures-clés de production nationales puis nous concentrer sur la catégorie particulière de prix que sont les salaires.

### *Les structures de production nationales*

La littérature n'est pas très abondante dans ce domaine et pourtant, il ne paraît pas déraisonnable de penser que la façon dont est organisé le système productif dans les différents pays de la zone euro influence la formation des prix et donc au final l'inflation, objectif ultime de la politique monétaire de la BCE.

Les prix ne se forment en effet pas de la même manière selon les secteurs de production. Le degré de concurrence sur les marchés est le premier facteur important dans la mesure où la présence de nombreux monopoles générera certainement une inertie plus forte des prix que dans un secteur très exposé à la concurrence. Le marché unique a pu produire ses premiers bienfaits dans ce domaine mais des efforts restent encore sûrement à accomplir. Le second facteur concerne la nature des produits fabriqués : les services sont par exemple susceptibles de proposer des prix plus réactifs que les biens manufacturés. La partie inférieure du tableau n°8 peut être rappelée ici pour démontrer que les différences au sein de la zone euro sont encore nombreuses sur ce point. Les biens manufacturés peuvent, également présenter des différences selon qu'ils sont des biens d'équipement ou des biens de consommation susceptibles d'être davantage lissés dans le temps.

Un autre élément déterminant peut être l'ouverture des différents pays aux échanges extra-communautaires qui peut exposer les prix nationaux aux variations des taux de change de manière différente. L'Italie et l'Allemagne sont souvent citées, par Fitoussi (2000) par exemple, comme étant plus dépendants des conjonctures de partenaires commerciaux à l'extérieur de la zone euro. Hervé (2001) estime des équations d'importations et d'exportations pour différents pays développés, et en particulier des pays de la zone euro et montre que, au moins pour les importations, il existe des différences structurelles importantes pour le court et le long terme. Par exemple, les importations italiennes sont beaucoup plus dépendantes à court terme du niveau d'activité que dans les autres pays. Or, les biens importés participent naturellement au calcul de l'inflation qui peut donc s'avérer différente d'un pays à l'autre.

Les prix peuvent également se former de manière différente à l'aune des fonctionnements des marchés du travail.



### *Les hétérogénéités des marchés du travail*

#### *Politique monétaire et négociations salariales*

Calmfors & Driffill (1988) décrivent les évolutions de l'inflation par un jeu entre les syndicats qui expriment des revendications salariales et la banque centrale attachée au respect de ses objectifs d'inflation. Dans ces modélisations, les syndicats souhaitent obtenir les rémunérations les plus élevées possible mais aussi un taux de chômage faible et, dans une certaine mesure, une inflation contenue. Le nombre des syndicats est un des paramètres essentiels puisqu'il représente le degré de centralisation des négociations salariales. Les auteurs expliquent que ce paramètre affecte le comportement des syndicats dans leurs négociations *via* leur pouvoir de marché et les effets des salaires sur les prix.

Chaque syndicat détient en effet un pouvoir de marché d'autant plus grand que le nombre total de syndicats est faible. Ce pouvoir de marché leur permet de voir leurs revendications mieux satisfaites puisqu'elles engageront une branche industrielle entière et non une seule entreprise qui serait alors lourdement pénalisée par rapport à ses concurrentes. Ainsi, réduire le nombre de syndicats conduit à une hausse des salaires et à une baisse du taux d'emploi. Mais, au fur et à mesure que les syndicats sont importants, ils prennent conscience des effets inflationnistes de leurs revendications salariales. Ce sont ces deux effets qui amènent les auteurs à conclure que les systèmes les plus efficaces sont les plus décentralisés (le pouvoir de marché des syndicats y est très faible) ou au contraire les plus centralisés (les syndicats internalisent les effets des hausses des salaires). Le message est donc clair : les performances macroéconomiques ne peuvent pas être identiques d'un pays à l'autre si les marchés du travail ne fonctionnent pas de la même manière face à une seule politique monétaire. Il convient donc de vérifier l'existence de disparités également dans ce domaine.

#### *Un état des lieux des hétérogénéités des marchés du travail*

Cette partie s'inspire largement des travaux de Cadiou & Guichard (1999) qui dressent un inventaire très précis des paysages des différents marchés du travail. Le premier élément de différenciation est le poids des syndicats.

*Le poids des syndicats*: Calmfors & Driffill (1988) placent le degré de centralisation des négociations salariales au cœur de leur raisonnement : il faut donc connaître la représentativité des syndicats à travers le taux de syndicalisation qui est représenté dans le tableau n°13. Trois groupes peuvent être constitués : le premier comporte la France et l'Espagne avec un taux de syndicalisation faible - inférieur à 20 % -, le groupe intermédiaire comprend la Grèce, le Portugal, l'Italie, l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Autriche et l'Irlande alors que les pays nordiques en général, la

Finlande en particulier, ainsi que la Belgique ont des taux de syndicalisation élevés supérieurs à 50 %.

**Tableau n°13**  
**Taux de syndicalisation des pays européens en 1995**

ALL	FRA	ITA	BEL	PB	ESP	POR	IRL	FIN	GRE	AUT
30 %	7,5 %	45 %	50 %	25 %	20 %	30 %	45 %	75 %	25 %	40 %

Si le taux de syndicalisation doit être corrigé des taux de couverture des conventions collectives pour être parfaitement exploitable, le tableau montre tout de même qu'il existe de grandes différences d'un pays à l'autre. De plus, les syndicats n'ont pas les mêmes moyens de pression selon les pays comme en témoignent les législations nationales sur le droit de grève.

*La centralisation des négociations salariales* : deux facteurs sont à prendre en compte pour mesurer la centralisation des négociations de salaires. Il faut savoir si elles se déroulent au niveau de l'entreprise, d'une branche ou bien d'un pays entier, mais aussi si les organisations tant patronales que syndicales se coordonnent entre elles. Le tableau n°14 en dresse l'inventaire. Il apparaît que les structures de négociations sont bien différentes d'un pays à l'autre et il faut en conclure que les performances en termes de performances macroéconomiques ne pourront pas être les mêmes, la France semblant par exemple correspondre à un système très décentralisé dans lequel les syndicats ont moins de chances de voir leurs revendications aboutir que dans les systèmes intermédiaires que sont l'Allemagne ou l'Italie. Les dynamiques d'inflation présenteront donc certainement des profils différents.

**Tableau n°14**  
**Hétérogénéités des organisations de négociations salariales**

Pays	Poids des syndicats			Indice de centralisation		
	Faible	Intermédiaire	Fort	Faible	Intermédiaire	Fort
Autriche		X				X
Belgique			X		X	
Finlande			X			
France	X			X		
Allemagne		X			X	
Irlande		X				
Italie		X			X	
Pays-Bas		X			X	
Portugal		X			X	
Espagne	X				X	
Grèce		X				X

Source : Cadiou & Guichard (1999)



*L'enjeu des négociations* : il faut par ailleurs prendre en compte le fait que les négociations entre partenaires sociaux ne se limitent pas aux seules questions salariales dans tous les pays de la zone euro. Négocier également le fonctionnement des systèmes sociaux - comme c'est le cas en France - donne plus de poids aux négociations salariales et peut responsabiliser les syndicats.

Mais certains éléments réglementaires peuvent limiter les enjeux de ces négociations. Ce sera le cas si les dispositions législatives sur les salaires encadrent fortement ce qui peut être obtenu : c'est le cas de l'indexation des salaires sur les prix qui existe encore en Grèce et au Luxembourg, mais aussi, bien sûr, du salaire minimum pour lequel les disparités sont encore relativement fortes comme le montre le tableau n°15.

**Tableau n°15**  
**Salaire minimum en % du salaire moyen**

ALL	FRA	ITA	BEL	PB	ESP	POR	IRL	FIN	GRE	AUT
55 %	50 %	70 %	60 %	55 %	32 %	45 %	55%	50 %	50 %	62 %

L'emploi peut être également plus ou moins réglementé tant pour les procédures d'embauche que pour les licenciements qui peuvent être plus ou moins coûteux et cela peut venir affecter le fonctionnement des négociations salariales dans la mesure où des licenciements faciles sont un moyen de pression relativement fort sur les syndicats. Là aussi les disparités sont importantes, comme le montrent les exemples de l'Allemagne et de l'Autriche qui ne sont pas tenues de verser des indemnités de licenciement dans des procédures collectives.

Boeri, Nicoletti et Scarpetta (2000) construisent un indice des conditions du marché du travail et montrent que les pays du sud de l'Europe sont globalement plus protecteurs de l'emploi alors que la Belgique, l'Autriche, la Finlande et les Pays-Bas seraient plus laxistes. L'Irlande apparaît néanmoins comme le pays de loin le plus souple en matière de protection de l'emploi.

#### *Conséquences et pérennité des disparités*

Cadiou, Guichard et Maurel (1999) évaluent empiriquement les conséquences de telles disparités de fonctionnement. Ils procèdent à une mesure de la flexibilité des salaires mais ils affirment que les écarts sont faibles d'un pays à l'autre et que le fonctionnement de la monnaie unique se sera pas perturbé. Guichard et Laffargue (2001) tirent des conclusions similaires car, même s'ils reconnaissent l'existence de différences dans les équations de salaire des pays de la zone euro, ils écrivent que ces différences « semblent insuffisamment importantes



pour conduire à des ajustements macroéconomiques très différents entre pays ». Sgherri (2000) rejoint partiellement ces conclusions en affirmant qu'une flexibilité supplémentaire ne corrigerait pas les asymétries concernant la façon dont les impulsions de politique monétaire se transmettent sur la sphère réelle.

On remarque donc que la négation du pouvoir de nuisance des asymétries est utilisée pour dénoncer le recours à une flexibilité supplémentaire du marché du travail. Pourtant, Cadiou *et al.* (1999) affirment bien que les niveaux de chômage en dessous desquels l'inflation risque d'augmenter ne sont pas les mêmes dans tous les pays : une politique monétaire pourrait donc être inflationniste dans un pays pour un niveau de chômage donné et restrictive dans un autre. De leur côté, Bruno et Fuss (1999) mettent en évidence, dans des modèles VAR, les réactions fort différentes des marchés du travail à différentes sortes de chocs : certains chocs de demande ont par exemple des effets de long terme positifs dans certains pays mais négatifs dans d'autres. Les auteurs concluent à l'existence d'une large variété de mécanismes d'ajustement.

Ces disparités sont-elles amenées à se prolonger dans le temps ? Cukierman et Lippi (1999) affirment que la mise en place de l'UEM va modifier les salaires réels, l'inflation et le chômage dans tous les pays même si les préférences de tous les acteurs ne sont pas modifiées. Il pourrait donc y avoir des réformes qui pousseraient les marchés du travail à une certaine convergence.

C'est en tout cas la thèse soutenue par Boeri *et al.* (2000) qui montrent que les réformes sur les marchés du travail sont fréquentes. Dans le cas présent, elles serviraient à rendre les salaires plus flexibles afin qu'ils puissent jouer le rôle de variable d'ajustement que les taux de change ne peuvent plus assumer en raison de la mise en place de la politique monétaire unique. C'est la thèse défendue par Calmfors (1998a) ou Bentolila et Saint-Paul (2000).

Par ailleurs, sans possibilité d'ajustement monétaire, les chocs subis par les pays européens augmentent l'instabilité réelle. Or, Calmfors (1996) construit un modèle dans lequel les gouvernements cherchent à éviter les très mauvais résultats en matière de chômage ; ils devront donc tenir compte de cette variabilité accrue de la sphère réelle et essayer de réduire le point autour duquel elle opère. L'auteur y voit un motif de précaution pour des réformes sur le marché du travail.

Tous ces arguments en faveur des réformes se heurtent cependant au fait que les politiques de l'emploi restent encore largement définies au niveau national. Or, la formation de l'Union monétaire réduit la perception de chaque syndicat de la portée inflationniste de ses revendications, la tendance à l'internalisation est donc moins forte.



Calmfors (1998c) souligne qu'il en va de même pour les gouvernements qui ne parviennent plus à prendre en considération les externalités positives générées par l'adoption de mesures structurelles. En effet, les gains en termes d'inflation viendront se diluer dans la moyenne de l'inflation européenne alors que les coûts en termes d'impopularité seront bien mesurés à l'échelle nationale. L'absence de coopération entre les différents gouvernements constitue à l'évidence un facteur très important d'inertie structurelle qui donne des arguments pour justifier la pérennité des hétérogénéités. Bentolila et Saint-Paul (2000) ajoutent même que la politique monétaire unique prive les différents pays d'un outil qui pourrait venir adoucir les conséquences d'une orientation plus flexible de la politique de l'emploi. De ce fait, les réformes entreprises ne pourraient qu'être modestes.

Un dernier argument est donné en s'inspirant des États-Unis par Cecchetti, Mark et Sonora (2000) qui montrent que la convergence des prix entre les neuf principales villes américaines est extrêmement lente alors que les conditions y sont pourtant beaucoup plus propices à un rapprochement rapide qu'en Europe.

Les critères de convergence définis par le Traité de Maastricht étaient censés assurer une homogénéité des pays membres de la zone euro en passant par une convergence nominale. En dépit de ces efforts, les conjonctures nationales affichent encore des écarts importants. Le présent article s'est efforcé de montrer que ces disparités trouvaient en grande partie leur origine dans une hétérogénéité structurelle des mécanismes de transmission de la politique monétaire et de formation des prix, en particulier des salaires.

À travers cette revue de la littérature, un des faits marquants réside dans le fait que de nombreux travaux concluent à une certaine inertie des hétérogénéités. La mise en place de l'UEM n'a pour l'instant pas rapproché suffisamment les structures financières ; elles restent encore largement influencées par les héritages historiques et institutionnels propres à chaque pays. Pour les marchés du travail, peu d'efforts ont été entrepris dans le sens d'une définition des politiques de l'emploi au niveau européen et certains n'hésitent pas à écrire que les incitations à entreprendre des réformes qui iraient dans le sens d'une plus grande convergence sont très faibles.

La comparaison avec les États-Unis est souvent mise en avant par les responsables de la BCE pour justifier son attitude insouciant vis-à-vis de ces disparités. Les faits ne lui donnent pas tort dans la mesure où les

États-Unis connaissent, eux aussi, des écarts conjoncturels importants d'un État à l'autre. Néanmoins, il ne faut pas perdre de vue que la comparaison entre les deux rives de l'Atlantique n'est pas forcément la meilleure. D'une part, les écarts américains peuvent être réduits par l'intermédiaire d'un budget fédéral encore au stade embryonnaire en Europe. Et d'autre part, la spécialisation entre régions est nettement plus marquée aux États-Unis que dans l'Union européenne. Dès lors, des disparités peuvent y apparaître selon les évolutions cycliques des différentes branches d'activité alors qu'elles reflètent davantage en Europe des structures différentes de prix relatifs.

Globalement donc, les hétérogénéités mises en évidence dans cet article ne sont pas appelées à disparaître dans un futur proche et en l'absence de tout mécanisme adéquat, elles compliquent singulièrement la tâche de la Banque centrale européenne. Penot et Pollin (2001) ont montré que cette dernière devrait être moins réactive - et donc moins efficace en regard de ses objectifs premiers - si elle devait les intégrer dans ses préférences. C'est donc peut-être du côté de la politique budgétaire qu'une coordination approfondie devrait être recherchée afin de réduire les complications imposées à la Banque centrale européenne par l'existence de ces hétérogénéités.

## NOTES

1. Cette thèse est notamment développée par P. Jaillot et C. Pfister dans ce même numéro.
2. Ces deux derniers travaux diffèrent par leur date naturellement mais aussi par les spécifications de Nigem utilisées, notamment dans la gestion des anticipations rationnelles.
3. Comme c'est le cas pour Gerlach & Smets (1995), Kieler & Saarenheimo (1998), Ramaswamy & Slock (1997), Giovannetti & Marimon (1998).
4. D'autant plus que Schmidt (1999) met en évidence la très faible quantité des certificats de dépôts émis dans ce pays. Les banques allemandes ont donc certainement des possibilités limitées de trouver des sources de financement alternatives lorsque les fonds de la Banque centrale se font plus rares.
5. Il faut toutefois noter que cette conclusion n'est pas partagée par l'ensemble de la littérature puisque Favero, Giavazzi & Flabbi (1999) viennent remettre en cause dans une analyse microéconomique des bilans des banques les conclusions qui viennent d'être tirées en mettant en évidence le fait que les banques les plus petites sont celles qui augmentent le plus leurs prêts après une restriction monétaire.
6. Toutefois, la validité du critère de taille peut être contestée, comme le font Carline & Flua (1998) dans le cas américain. Et il faut à Ehrmann (2000) une modélisation VAR assez complexe pour mettre en évidence une exposition plus prononcée pour les entreprises de plus petite taille dans le cas allemand.
7. On pourrait cependant en dire autant des ménages britanniques pour qui l'endettement à taux courts ou variables représente 90 % de l'endettement total, comme le montre Borio (1995).
8. Même si les effets de richesse sont marginaux dans la consommation.
9. C'est ce qu'obtiennent Beaudu et Eckel (2001) avant de conclure de manière certainement excessive que « la prise en compte de ces phénomènes obligera certainement la BCE à continuer de fonder ses décisions

sur une analyse de la situation économique et financière pays par pays ». Toutefois, Angeloni, Kashyap, Mojon & Terlizzese (2001) affirment que le principal canal de transmission de la politique reste celui du coût du capital dans la plupart des pays de la zone euro, l'Allemagne étant une notable exception.

## BIBLIOGRAPHIE

- ANGELONI I., KASHYAP A., MOJON B. & TERLIZZESE D. (2001), « Monetary Transmission in the Euro Area : Where Do We Stand? », Conférence de la BCE sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire, décembre.
- BABEAU A., LAINE M. & MCCABE M. (2000), « Les tableaux de financement des ménages en Europe : Allemagne, Belgique, France, Pays-Bas, Royaume-Uni », *Observatoire de l'Épargne Européenne*.
- BARRAN F., COUDERT V. & MOJON B. (1997), « La transmission des politiques monétaires dans les pays européens », *Revue Française d'Économie* 12(2), 133-176.
- BCE (1999), « L'activité bancaire dans la zone euro : les caractéristiques et les tendances structurelles », *Bulletin Mensuel* 1(4), 43-56.
- BEAUDU A. & ECKEL T. (2001), « Le canal du crédit fonctionne-t-il en Europe? Une étude de l'hétérogénéité des comportements d'investissement à partir de données de bilan agrégées », *Économie et prévisions* 147, 117-140.
- BENTOLILA S. & SAINT-PAUL G. (2000), « Will EMU Increase Eurosclerosis ? », *CEPR Discussion Paper Series* 2423.
- BIKKER J. (1999), « Efficiency in the European banking Industry : An Exploratory Analysis to rank Countries », *De Nederlandsche Staff Report* 42.
- BOERI T., NICOLETTI G. & SCARPETTA S. (2000), « Regulation and Labour Market Performance », *CEPR Discussion Paper Series* 2420.
- BORIO C. (1995), « The Structure of Crédit to the Non-Government Sector and the Transmission Mechanism of Monetary Policy : A Cross Country Comparison, in Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism », *Bank of International Settlements*.
- BORIO C. & FRITZ W. (1995), « The response of Short-Term Bank Lending Rates to Policy Rates : A Cross-Country Perspective », in *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, pp. 106-153.
- B.R.I. (1994), *National Differences in Interest Rate Transmission*, Banque des Règlements Internationaux.
- B.R.I. (1995), *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, Banque des Règlements Internationaux.
- BRITTON E. & WHITLEY J. (1997), « Comparing the Monetary Transmission Mechanism in France, Germany and the United Kingdom : Some Issues and Results », *Bank of England Quarterly Bulletin* 37(2), 152-162.
- BRUNO C. & FUSS C. (1999), « Asymetries on European Labor Markets », *Documents de travail de l'OFCE* 99-03.
- CADIOU L. & GUICHARD S. (1999), « La diversité des marchés du travail en Europe : quelles conséquences pour l'Union monétaire (Première partie) », *Documents de travail du CEPII* 99-10.
- CADIOU L., GUICHARD S. & MAUREL M. (1999), « La diversité des marchés du travail en Europe : quelles conséquences pour l'Union monétaire (Deuxième partie) », *Documents de travail du CEPII* 99-11.
- CALMFORS L. (1998a), « Macroeconomic Policy, Wage Setting and Employment - What Difference Does the EMU Make ? », *Institute for International Economic Studies Seminar Papers* 657.
- CALMFORS L. (1998b), « Monetary Union and Precautionary Labour-Market Reform », *Institute for International Economic Studies Seminar Papers* 659.
- CALMFORS L. (1998c), « Unemployment, Labour-Market Reform and Monetary Union », *Institute for International Economic Studies Seminar Papers* 639.

- CALMFORS L. & DRIFFILL J. (1988), « Bargaining Structure, Corporatism and Macroeconomic Performance », *Economic Policy* 6, 13-62.
- CARLINO G. & DEFINA R. (1998), « Monetary Policy and the US States Regions : Some Implications for European Monetary Union », *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper 98/17*.
- CECCHETTI S. (1999), « Legal Structure, Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism », *FRBNY Economic Policy Review* pp. 9-28.
- CECCHETTI S., MARK, N. & SONORA, R. (2000), « Prize Level Convergence among United States Cities : Lessons for the European Central Bank », *NBER Working Paper Series 7681*.
- CECCHETTI S., McCONNEL M. & QUIROS G. (1999), « Policymaker's Revealed Preferences and the Output-Inflation Variability Trade-Off, : Implications for The European System of Central Banks », *Federal Reserve Bank of New York Working Papers*
- CLEMENTS B., KONTOLEMIS Z. & LEVY J. (2001), « Monetary Policy under EMU : Differences in the Transmission Mechanism », *IMF Working Paper Series WP/01/102*.
- COTTARELLI C. & KOURELIS A. (1994), « Financial Structure, Bank Lending Rates, and the Transmission Mechanism of Monetary Policy », *IMF Staff Papers* 41(4), 586-623.
- COUDERT V. & MOJON B. (1997), « Asymétries financières et transmission de la politique monétaire en Europe », *Économie et Prévisions* 128, 41-60.
- CUKIERMAN A. & LIPPI F. (1999), « Labor Markets and Monetary Union : A Strategic Analysis », *CEPR Discussion Paper Series 2236*.
- DE BOND T G. (1997), « Monetary Transmission in Six EU-Countries : An Introduction and Overview », *DNB Research Memorandum 527*.
- DE BOND T G. (1999), « Crédit Channels and Consumption : European Evidence », *DNB Staff Reports* 39.
- DE-NEDERLANDSCHE-BANK (1999), « The Significance of the European Capital Market for Corporate Financing », *De Nederlandsche Bank Monthly Bulletin* 12, 31-39.
- DE-NEDERLANDSCHE-BANK (2000), « The Importance of Financial Structure for Monetary Transmission in Europe », *DNB Quarterly Bulletin* 3, 33-40.
- DORNBUSCH R., FAVERO C. & GIAVAZZI F. (1998a), « A Red Letter Day ? », *CEPR Discussion Paper Series 1804*.
- DORNBUSCH R., FAVERO C. & GIAVAZZI F. (1998b), « Immédiate Challenges for the European Central Bank », *Economic Policy* pp. 17-64.
- DUISENBERG W. (2000), « Are Prices Developments in the Euro Area a Cause for Concern, ? », Discours devant la Financial Services Industry Associate (Dublin, 6 septembre 2000).
- EHRMANN M. (1998), « Will EMU Generate Asymmetry? Comparing Monetary Policy transmission across European Countries », *European University Institute Working Paper 98/28*.
- EHRMANN M. (2000), « Firm Size and Monetary Transmission, : Evidence from German Business Data », *ECB Working Paper Series 21*.
- EHRMANN M., GAMBACORTA L., MARTINEZ-PAGES, J., SEVESTRE P. & WORMS A. (2001), « Financial Systems and the Role of Banks in Monetary Policy Transmission in the Euro Area », Conférence de la BCE sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire, décembre .
- FASE M. & DE BOND T, G. (1999), « Institutional Environment and Monetary Transmission in the Euro Area : A Cross-Country review », *Research Memorandum De Nederlandsche Bank* 599.
- FAVERO C., GIAVAZZI F. & FLABBI L. (1999), « The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Europe : Evidence from Bank's Balance Sheets », *NBER Working Paper Series 7231*.
- FITOUSSI J.-P. (2000), *Rapport sur l'État de l'Union européenne 2000*, Presses de Sciences Po.
- FMI (1996), « Changements intervenus dans la transmission de la politique monétaire », *World Economic Outlook* pp. 46-52.
- GALMON J. & SALMON C. (1996), « The Industrial Impact of Monetary Policy », *Bank of England Quarterly Bulletin* 36(3), 288-297.
- GERLACH S. & SMETS F. (1995), « The Monetary Transmission Mechanism : Évidence from the G7 Countries, in Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism », Bank of International Settlements.

- GIOVANNETTI G. & MARIMON R. (1998), « An EMU with Different Transmission Mechanisms ? », European University Institute *Working Paper* 9833.
- GUAL J. (1999), « Deregulation, Intégration and Market Structure in European Banking », *Journal of the Japanese and International Economies* 13, 372-396.
- GUICHARD S. & LAFFARGUE J.-P. (2001), « Comparaison de la formation des salaires dans un panel de pays industrialisés », *Économie et prévisions* 147, 37-50.
- GUISSO L., KASHYAP A., PANETTA F. & TERLIZZESE D. (1999), « Will a Common European Monetary Policy Have Asymmetry Effects ? », *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives* 4, 56-75.
- HERVÉ K. (2001), « Estimations des élasticités du commerce extérieur sur l'ensemble des biens et services pour un panel de 17 pays », *Économie et prévisions* 147, 19-36.
- KASHYAP A. & STEIN J. (1995), « The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheet », *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy* 42, 151-195.
- KASHYAP A. & STEIN J. (1997), « The Role of Banks in Monetary Policy : A Survey with Implications for the European Monetary Union », *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives* 21(5), 2-18.
- KIELER M. & SAARENHEIMO T. (1998), « Différences in Monetary Policy Transmission? A Case not Closed », European Commission Directorate General for Economic and Financial Affairs *Economic Papers* 407.
- LA PORTA R., LOPES DE SILANES, F. & SHLEIFER A. (1997), « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance* 52, 1131-1150.
- MCADAM P. & MORGAN J. (2001), « The Monetary Transmission Mechanism at the EuroArea Level : Issues and Results using Structural Macroeconomic Models », Conférence de la BCE sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire, décembre.
- MIHOV I. (2001), « Monetary Policy Implementation and Transmission Mechanism in the European Monetary Union », *Economic Policy* 33.
- MOJON B. (2000), « Financial Structure and the Interest Rate Channel of ECB Monetary Policy », *ECB Working Paper Series* 40.
- MOJON B. & PEERSMAN G. (2001), « A VAR Description of the Effects of Monetary Policy in the Individual Countries of the Euro Area », Conférence de la BCE sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire, décembre.
- MOJON B., SMETS F. & VERMEULEN P. (2000), « Investment and Monetary Policy in the Euro Area », European Central Bank Mimeo.
- PENOT A. & POLLIN J.-P. (2001), « Heterogeneity of Transmission Mechanisms and Monetary Rules in the EMU », *Documents de Recherche* du Laboratoire d'Économie d'Orléans 2001-01.
- RAMASWAMY R. & SLOCK G. (1997), « The Real Effects of Monetary Policy in the European Union. : What Are the Differences ? », *IMF Working Paper Series* WP/97/160.
- SCHMIDT R. (1999), « Différences between Financial Systems in European Countries : Consequences for EMU », in H. Rensberger, ed., *The Monetary Transmission Process*, Bundesbank, MacMillan, London.
- SELTZ V. (2000), « Les canaux de transmission de la politique monétaire dans la zone euro », in J.-Y. Capul, ed., *Monnaie et Politique Monétaire en Europe*, Vol. 297, La Documentation Française.
- SGHERRI S. (2000), « When Is Labour Market Flexibility Welcome ? More on Asymmetric Policy Impacts in Europe », *DNB Research Memorandum* 619.
- TAYLOR J. (1993), *Macroeconomic Policy in a World Economy : From Econometric Design to Practical Operation*, New York: W. W. Norton.
- TRYON R. (1995), « Monetary Policy in a Multi-Country Econometric Model with Rational Expectations », in *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, Bank for International Settlements.

