

## QUE RETENIR DES THÈSES CONTRE L'UNION MONÉTAIRE EUROPÉENNE ?

PATRICK ARTUS,

*DIRECTEUR DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES, CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS*

**L**es avantages du passage à l'union monétaire en Europe ont été largement discutés et ont fait l'objet de plusieurs évaluations.<sup>1</sup> Ils résultent de la suppression des marchés des changes entre les pays européens qui entraîne un certain nombre de conséquences favorables :

— Disparition de la nécessité d'intervenir sur les marchés pour stabiliser les taux de change, et de ce fait, de l'utilité des réserves officielles de change pour leur partie consacrée au maintien des parités en Europe. Un système de changes fixes est en principe extrêmement instable lorsque la mobilité internationale des capitaux est forte. En effet, une probabilité même minime de dévaluation d'une monnaie entraîne de très importantes sorties de capitaux, leurs détenteurs ne voulant pas courir le risque de subir une moins-value (c'est la situation de « crise des balances des paiements »). Le passage à la monnaie unique fait disparaître cette instabilité ; de ce point de vue, l'union monétaire est extrêmement différente d'une situation de changes fixes même avec des marges de fluctuation très étroites.

— Economie des coûts de conversion des monnaies européennes lors des échanges commerciaux, et des coûts comptables administratifs liés à la pluralité des devises.

— Disparition du risque de change entre devises européennes, ce qui d'une part favorise les échanges commerciaux (les preuves empiriques de cet effet sont toutefois assez faibles), d'autre part accroît la mobilité internationale des capitaux, et réduit les primes de risque incorporées dans les taux d'intérêt. La possibilité de réaliser une allocation plus efficace de l'épargne est au centre de l'analyse des avantages microéconomiques de l'union monétaire. Avec monnaie unique, le capital se dirige sans frein là où

<sup>1</sup> Voir par exemple *Commission des Communautés Européennes (1990)*.

sa productivité marginale est la plus forte, ce qui permet une augmentation globale de revenu de la zone.

Il convient toutefois d'examiner avec un peu plus d'attention l'argument lié à la baisse du risque de change. En régime de changes flexibles, ou de changes fixes mais révisables, les prêteurs subissent un risque de change sur leurs crédits aux pays emprunteurs, exprimés dans la monnaie de ces derniers, ce qui réduit l'offre de crédit et favorise l'épargne investie dans le pays de l'épargnant. Avec monnaie unique, ce risque disparaît effectivement, mais il faut tenir compte de l'évolution de la volatilité du taux d'intérêt réel ; si elle devient beaucoup plus forte (le taux d'intérêt en Europe unifiée fluctuerait par exemple plus qu'en Allemagne avant l'unification monétaire européenne), il y a réduction de l'épargne globale (investie dans le pays et prêtée à l'étranger), ce qui va en sens inverse du mouvement souhaité.

— Intensification de la concurrence entre les banques, qui opèreront dans une même monnaie, et bénéficieront de plus de la libre prestation de services (conséquence du grand marché et non de l'unification monétaire) ; on peut en attendre une baisse des coûts d'intermédiation, un alignement sur les systèmes bancaires les plus efficaces<sup>2</sup>, une interpénétration des réseaux de collecte et de prêts, et à nouveau une meilleure allocation de l'épargne.

La baisse des primes de risque de change et la compétition accrue entre banques ont toutefois un inconvénient rarement relevé : la chute des marges bénéficiaires des intermédiaires financiers. Il peut en résulter de moindres investissements, une tarification accrue des services financiers, des licenciements, ..., qui ont un effet néfaste souvent oublié qui vient réduire l'effet positif dû à la plus grande efficacité.

Les gains décrits ci-dessus de l'union ne sont toutefois pas discutables, même si leur mesure fait l'objet de débat ; ils sont d'autant plus grands que les économies sont ouvertes et ont entre elles des échanges de biens et de capitaux importants<sup>3</sup>, ce qui est clairement le cas en Europe. Ces gains doivent être comparés aux coûts de l'union afin d'évaluer l'opportunité du passage à la monnaie unique.

On peut regrouper ces coûts, tels qu'ils ont été analysés dans la littérature, en trois catégories :

— l'union monétaire et la banque centrale européenne seraient moins efficaces pour lutter contre l'inflation que le système actuel.

— La coordination des politiques économiques entre les pays se révélerait beaucoup plus complexe en raison de l'existence d'externalités nouvelles.

— Le système de monnaie unique serait pénalisant en cas de chocs

<sup>2</sup> Voir par exemple le travail de Ryan (1992).

<sup>3</sup> Voir Mc Kinnon (1963).

spécifiques aux pays ou de situations économiques structurellement différentes.

## UNION MONÉTAIRE ET STABILITÉ DES PRIX

### a - La référence au SME

Le Système Monétaire Européen s'est révélé efficace pour réduire les taux d'inflation en Europe. Cette efficacité a résulté du mode de fonctionnement du SME : asymétrie avec référence à un pays plus « vertueux » que les autres.

La description schématique usuelle de ce fonctionnement<sup>4</sup> est la suivante : les autorités monétaires allemandes, qui ont une forte aversion pour l'inflation, fixaient la politique monétaire de la zone ; les autres pays du SME devaient mener des politiques qui assurent la stabilité de la parité de leur monnaie vis-à-vis du mark, d'où la nécessaire convergence des taux d'inflation sur ceux de l'Allemagne. De plus, la désinflation a été favorisée par le gain en crédibilité des autorités monétaires, qui étaient contraintes à mener des politiques rigoureuses, la résorption des écarts de compétitivité par la dévaluation n'étant plus possible, du moins intégralement.

Les travaux empiriques<sup>5</sup> montrent que le fonctionnement effectif du SME était plus complexe que ce que ces descriptions schématiques impliquent :

— l'asymétrie n'était pas totale, et, au moins à partir du milieu des années 1980, la politique monétaire allemande était quelque peu influencée par celle des autres pays.

— La désinflation résulte d'éléments accidentels (baisse du dollar, du prix des matières premières), des politiques économiques (rigueur salariale, politiques monétaires et fiscales restrictives) ; l'apport du gain en crédibilité n'est que peu perceptible.

Quel que soit le poids des différentes explications, certains craignent qu'un système symétrique comme l'union monétaire soit moins efficace pour lutter contre l'inflation que le SME.

### b - L'union monétaire a-t-elle un biais inflationniste ?

Notons tout d'abord que pour certains<sup>6</sup> l'impossibilité d'avoir un taux d'inflation différent de celui des autres pays est un inconvénient ; en effet, la politique de seigneuriage optimal ne peut pas être pratiquée ; les déficits

<sup>4</sup> Voir Giavazzi, Micossi, Miller (1989) ; Giavazzi-Giovannini (1989).

<sup>5</sup> Artis (1990) ; Cohen-Wyplosz (1989) ; Fratianni-Von Hagen (1990) ; Weber (1990) ; De Grauwe (1989) ; Barrell (1991)...

<sup>6</sup> Canzoneri-Rogers (1980) ; Grilli (1989).

budgétaires ne pouvant plus être financés par la taxe inflationniste, soit ils doivent être réduits d'où un handicap dans la modernisation si les investissements publics sont atteints, soit ils doivent être financés par emprunt — avec risque d'éviction par les taux d'intérêt — ou par impôt — avec freinage de l'activité. Cependant, ce débat (en fait pour ou contre l'inflation) ne nous semble pas spécifique à l'union monétaire ; l'alignement des taux d'inflation résulte essentiellement de la libre circulation des biens et de la fixité des changes, déjà caractéristique de la seconde phase du SME.

La crainte d'un biais inflationniste recouvre de fait plusieurs préoccupations :

— les « fonctions d'utilité » des pays membres de l'union sont différentes ; dans un système asymétrique comme le SME, si le pays leader a une forte aversion pour les hausses de prix, l'inflation moyenne de la zone est faible ; elle est plus forte en union monétaire puisque des pays à aversion pour l'inflation plus réduite participent au choix de la politique monétaire commune ; si la seconde organisation est en théorie préférable (elle est coopérative), elle implique un moindre bien-être chez les pays vertueux, qui souhaitent donc naturellement que la Banque Centrale Européenne ait autant d'aversion pour l'inflation qu'eux-mêmes.

En principe, une situation coopérative étant supérieure, il est optimal de pondérer les différentes aversions pour l'inflation pour déterminer la politique monétaire européenne.

Le danger est que certains pays ne mesurent pas les coûts de l'inflation, et y recourent comme solution de facilité face aux problèmes de financement. Il semble cependant que l'organisation de la Banque Centrale peut permettre d'éviter ce danger ; indépendance vis-à-vis des gouvernements ; affichage solennel d'objectifs de progression de la masse monétaire européenne, empêchant le recours à la monétisation des dettes publiques...

— dans la situation de SME (asymétrique ou non), chaque pays doit combattre ses propres chocs inflationnistes pour stabiliser son taux de change. La réaction à l'inflation locale est donc normalement forte. En union monétaire, la Banque Centrale réagit aux chocs inflationnistes moyens de la zone. A nouveau, ceci a des implications à la fois favorables et défavorables ; si le SME fonctionne effectivement de manière asymétrique, les politiques monétaires de tous les pays européens deviennent dans ce système restrictives lorsqu'il y a des pressions inflationnistes en Allemagne comme depuis la réunification, entraînant une récession inutile chez les pays voisins de l'Allemagne.

— en union monétaire, la réaction serait beaucoup plus faible, car elle ne s'attaquerait qu'à l'effet sur l'inflation européenne du déséquilibre local allemand, ce qui est une politique plus coopérative. Un choc inflationniste dans un pays autre que l'Allemagne, qui était combattu sévèrement

localement dans le cas du SME, ne le serait plus que faiblement. Si l'union monétaire évite l'application aveugle des politiques menées en Allemagne qui se produit dans le SME, elle risque de laisser se développer des situations non contrôlées d'inflation dans les autres pays, conduisant à une inflation moyenne plus élevée<sup>7</sup>. Faut-il craindre ce type d'évolution ? Il paraît très difficile qu'en union monétaire, des divergences d'inflation apparaissent entre les pays ; les chocs locaux soit disparaissent (en raison de la pression concurrentielle...), soit se transmettent aux autres pays et dans ce cas sont combattus. Il semble donc que l'union puisse être un arrangement plus efficace en coordonnant les politiques anti-inflationnistes, sans grand danger de dérapage.

— la crédibilité de la Banque Centrale Européenne est plus faible que celle de la Bundesbank. Il est clair qu'initialement les intervenants sur les marchés des capitaux n'auront pas d'expérience de la nature des politiques menées par la Banque Centrale. Cet argument n'est cependant peut être pas très pertinent : la Bundesbank sortira, au moment de l'unification, d'une phase d'affaiblissement de sa crédibilité, puisque de 1990 à 1993, au moins, les taux de croissance des prix et de l'offre de monnaie en Allemagne auront été notablement supérieurs aux valeurs cibles affichées ; la crédibilité n'a sans doute pas joué un rôle très important dans la désinflation européenne, comme le montrent les travaux empiriques ; l'organisation de la Banque Centrale peut manifester clairement l'attachement à la lutte contre l'inflation.

Il n'est pas certain du tout que l'union monétaire impliquerait un biais inflationniste néfaste ; il pourrait y avoir en moyenne un peu plus d'inflation, mais ceci résulterait du passage à des politiques coopératives (prise en considération des fonctions objectif de tous les pays ; fin d'une organisation où toute l'Europe doit mener des politiques ajustées sur la situation conjoncturelle d'un seul pays). Les causes de réel dérapage inflationniste (monétisation des dettes, perte de crédibilité, absence de lutte contre les chocs nominaux) semblent pouvoir être évitées.

143

### COORDINATION ET EXTERNALITÉS

Le passage à l'union monétaire implique l'apparition d'externalités nouvelles, c'est-à-dire d'effets sur les autres pays membres des politiques menées dans un des pays qui n'apparaissent pas avec multiplicité des monnaies. Nous avons déjà évoqué celles qui concernent les prix : avec monnaie unique et libre circulation des biens, les chocs inflationnistes se transmettent, et ne sont plus annulés par des mouvements de parité ou des

<sup>7</sup> Argument défendu par Hugues-Hallett, Vines (1991).

politiques monétaires spécifiques. D'autres types d'externalités ont été évoquées, touchant aux balances des paiements et aux taux d'intérêt.

*a - Politiques nationales et change commun*

En régimes de changes flexibles ou de changes fixes mais ajustables, les politiques nationales (de demande, fiscale, salariale...) influencent la balance des paiements du pays considéré, et peuvent provoquer des pressions sur la parité de sa monnaie.

En union monétaire, la notion de balance des paiements entre pays membres disparaît, puisqu'il y a parfaite fluidité des capitaux libellés dans la même monnaie ; un déficit de balance courante d'un de ces pays implique normalement une entrée automatique de capitaux compensatrice, puisque la localisation de l'épargne à l'intérieur de l'union monétaire est indifférente. Par contre, les politiques nationales ont un effet sur la balance des paiements de la zone d'union monétaire, donc sur son taux de change vis-à-vis des monnaies tierces (dollar, yen...). Des mesures expansionnistes pourraient provoquer un déficit courant et une dépréciation globale (de l'écu), d'où de l'inflation importée pour l'ensemble des pays de la zone. L'existence de cette externalité renforce la nécessité de coordonner les politiques autres que la politique monétaire, faute de quoi la Banque Centrale Européenne devrait sans cesse corriger les effets sur le taux de change des décisions fiscales, salariales des pays membres. Le conflit potentiel entre ces décisions et la régulation monétaire globale implique de limiter la liberté des Etats, par exemple en imposant des contraintes de compensation entre les politiques menées dans chaque pays.

*b - Endettement public et taux d'intérêt de l'écu*

En union monétaire, chaque Etat se financera en émettant des titres publics libellés en écus. La façon dont ces dettes publiques seront accueillies n'est pas très claire. Si les intervenants sur les marchés considèrent sans discrimination l'ensemble des fonds d'Etats en écu comme un seul titre, émis par les régions souveraines européennes, une forte externalité par les taux apparaîtra. Tout surcroît d'endettement de la part d'un pays ferait, dans ce cas, monter le taux d'intérêt d'équilibre de l'ensemble de la dette publique libellée en écu, pénalisant ainsi les autres pays. Si ce type de comportement prédomine, une surveillance et une limitation globale des politiques d'endettement des Etats membres doivent être instaurées.

Une situation plus favorable est celle où les intervenants sur les marchés savent discriminer entre les émetteurs en fonction de leur taux d'endettement, de leur degré de solvabilité... Le taux d'intérêt d'équilibre peut alors monter pour les pays plus endettés ou moins solvables et pas pour les autres,

et l'externalité par les taux n'apparaît pas. Il est alors inutile d'institutionnaliser le contrôle des émissions publiques, l'ajustement des conditions débitrices permettant d'instaurer la discipline nécessaire en rendant de plus en plus coûteux l'endettement.

Les exemples étrangers<sup>8</sup> ou récents (dette des PVD, junk bonds, prêts immobiliers...) ne permettent pas d'être très confiants dans la capacité des intermédiaires financiers ou des marchés de discriminer efficacement les emprunteurs à risque. Les prêteurs pourront avoir l'impression que l'Europe ne pourrait pas envisager la défaillance d'un emprunteur souverain émettant en écu, quelles que soient les précautions qui seront prises : annonce qu'il n'y aura pas de sauvetage collectif des pays défaillants ; surveillance des déficits...

Ces deux exemples montrent qu'on ne peut pas considérer les arrangements monétaires de manière indépendante ;

— il serait dangereux que l'autonomie de la Banque Centrale Européenne contraste avec l'absence de coordination des autres politiques qui resteraient du ressort des gouvernements ;

— il faudrait aussi éviter que coordination ne se traduise dans la pratique, par souci de prudence et de simplicité, par application de règles uniformes ; le contrôle global des dépenses publiques, de la dette ou des salaires peut permettre l'existence de degrés de liberté adaptés aux situations nationales.

145

### QUELLES RÉPONSES AUX CHOCES SPÉCIFIQUES ?

La littérature s'est beaucoup penchée récemment sur les points qui précèdent (nature du processus de décision dans la Banque Centrale Européenne ; externalités) ; depuis fort longtemps elle a examiné si le bienfaits de l'union monétaire n'étaient pas annulés par l'existence de chocs asymétriques, spécifiques aux pays.

Les chocs qui posent problème sont naturellement les chocs persistants spécifiques<sup>9</sup>. Les chocs transitoires peuvent être compensés par un endettement supplémentaire provisoire ; les chocs communs font l'objet sans difficulté particulière de politiques communes dans une union monétaire.

#### *a - Mobilité des facteurs de production et zones monétaires optimales*

L'union monétaire implique l'abandon de l'autonomie monétaire, donc de la possibilité de répondre à des chocs régionaux spécifiques. Il convient de

<sup>8</sup> Voir Goldstein-Woglom (1991) pour les emprunts des villes américaines.

<sup>9</sup> Selon la classification retenue par Dornbusch-Jacquet (1991).

distinguer comment les autres systèmes de change permettent des réactions à ces chocs. En changes flexibles, ce peut être par des évolutions différentes des masses monétaires ou (et) par des variations du taux de change ; dans un système comme le SME, si les réalignements des taux de change pivot ne sont pas permis, par des politiques monétaires différentes, à condition que la fixité du change puisse être préservée. Ceci explique pourquoi les tenants du SME mettaient en avant l'idée selon laquelle des chocs étaient tels (excès de salaire, de demande...) que la stabilisation interne n'entraînait pas en contradiction avec celle du change et exigeait les mêmes politiques. Ceci n'est pas le cas pour les chocs qui affectent par exemple directement les anticipations de change.

Avec monnaie unique, l'existence de chocs locaux est sans inconvénient majeur si le travail ou le capital sont suffisamment mobiles<sup>10</sup>. En effet, si la variation du taux de change réel est la seule manière d'absorber les chocs, et si le change réel ne peut varier qu'avec le change nominal, la fixité de celui-ci provoque l'apparition de déséquilibres locaux qui ne se résorbent pas.

Par contre, si la mobilité du travail est grande, le chômage local se résorbe spontanément par les migrations<sup>11</sup> ; la mobilité du capital joue le même rôle : un recul régional de production implique une hausse de la productivité marginal du capital (s'il y a bien rendements d'échelle décroissants), ce qui attire du capital nouveau et résorbe le sous-emploi<sup>12</sup>.

De fait, en ce qui concerne le marché du travail, la flexibilité du salaire réel et la mobilité géographique parviennent au même résultat. S'il y a apparition du chômage local, il peut être résorbé soit par baisse du salaire, soit par migration<sup>13</sup>. Evidemment, l'effet sur la localisation des activités, que nous aborderons plus loin, est bien différent.

Quelle est la situation de l'Europe ? Les travaux existants<sup>14</sup> montrent que la mobilité du travail est nettement plus faible en Europe qu'aux États-Unis, et que le salaire réel ne répond qu'extrêmement faiblement aux fluctuations cycliques. Les déséquilibres réels locaux ne s'éliminent donc sans doute pas par les mécanismes du marché du travail.

Les taux d'intérêt réels montrent également peu de signes de convergence forte entre les pays européens<sup>15</sup>, qu'il y ait imparfaite intégration des marchés des biens ou faible mobilité du capital. Ceci ne signifie pas nécessairement que potentiellement la mobilité du capital est faible, puisque la situation

10 *Ce que développe la théorie des zones monétaires optimales* (Mundell [1961] ; Kenen [1969] ; voir le *Survey de Ishiyama* [1975] ou *Argy-de-Grauw* [1990]).

11 *Meade* (1957).

12 *Ingram* (1973) ; *Scitovsky* (1967) ; *Helpman-Krugman* (1985).

13 *Eichengreen* (1990b).

14 *Voir exemple OCDE* (1985) ; *Eichengreen* (1991).

15 *Haldane-Pradhan* (1992).



observée dans le passé peut résulter des primes de risque de change. Le lien investissement-épargne nationale est de plus un peu plus faible en Europe que pour les autres pays, signe d'une plus forte mobilité du capital<sup>16</sup>. Il semble toutefois que l'ensemble des facteurs de production manifeste une relative immobilité.

*b - L'Europe est-elle affectée de chocs spécifiques ?*

Si l'absence de mobilité des facteurs et la rigidité des salaires réels impliquent que les chocs permanents spécifiques aux pays ne sont pas absorbés par les ajustements des marchés, il est important de savoir si les pays européens sont affectés surtout de chocs communs ou transitoires, ou de chocs spécifiques. Les travaux empiriques montrent en général que l'Europe est moins cohérente que les États-Unis<sup>17</sup>.

Cependant, les pays du « noyau » du SME montrent en général des chocs plus symétriques que ceux de la périphérie<sup>18</sup>. On voit toutefois que les causes d'apparition d'aléas spécifiques sont nombreuses : organisation différente du marché du travail (poids des syndicats plus ou moins fort...); réaction hétérogène à un choc mondial en raison de différences structurelles (structure des exportations et importations, place du pétrole dans la consommation d'énergie...).

De plus, si l'unification accroît la spécialisation de la production, elle renforce la probabilité que les chocs soient asymétriques, alors que des économies très diversifiées présentent une réponse globale faible aux aléas qui affectent les différents produits ou prix relatifs<sup>19</sup>.

147

*c - Quelles pistes pour compenser les chocs ?*

Il apparaît donc qu'il y a en Europe des chocs spécifiques que le fonctionnement des marchés du travail ou des capitaux contribue peu à résorber. Certaines possibilités restent toutefois ouvertes pour en compenser les effets :

— les agents économiques de chaque pays peuvent couvrir le risque de fluctuation du revenu de leur pays en diversifiant leurs portefeuilles financiers, et en détenant des titres émis dans les autres pays et dont le revenu est lié à la conjoncture de ces pays<sup>20</sup>. Cette possibilité est cependant très théorique ; les portefeuilles des investisseurs institutionnels eux-mêmes

16 Bhandari-Mayer (1990).

17 Eichengreen (1990, 1990b) ; De Grauwe ; Van Haverbeke (1991) ; Bayoumi-Eichengreen (1992).

18 Coben-Wyplosz (1989) ; Weber (1990).

19 Kenen (1969) ; Krugman (1991).

20 Cochrane (1988) ; Akeson-Bayoumi (1991).

présentent fort peu de diversification internationale, en raison des problèmes d'information, de connaissance des marchés...

— L'autonomie monétaire peut être remplacée par l'autonomie fiscale, c'est-à-dire par le maniement des dépenses et recettes de l'Etat de manière à neutraliser les effets des chocs. Comme nous l'avons vu plus haut, cette solution est difficilement envisageable en cas de chocs permanents, en raison de la nécessaire solvabilité des Etats membres<sup>21</sup> et du respect de la contrainte d'équilibre global pour la zone de balance courante, qui impose que les politiques stimulantes chez les uns soient compensées par des politiques restrictives chez les autres.

Une expansion fiscale durable dans un pays où l'activité est déprimée se heurterait à l'impossibilité d'accumuler indéfiniment de la dette et de réaliser un freinage équivalents chez les partenaires.

Ce qui précède implique que la solution réside en des transferts organisés continus entre les pays qui assurent la solvabilité et la stabilité globale. Qu'il s'agisse de subventions spécifiques (fonds communautaires...), d'impôts, de transferts sociaux..., ils relèvent tous de la notion de fédéralisme fiscal.

Lorsque des impôts sont levés ou des transferts versés dans l'ensemble d'une zone d'union monétaire, en fonction des revenus de chaque région, il apparaît un mécanisme de stabilisation automatique : les régions en recession contribuent moins au prélèvement fiscal global alors qu'elles perçoivent une plus large part des transferts (indemnités chômage...). Ceci atténue les écarts de conjoncture d'autant plus que la part de la fiscalité commune à l'ensemble des régions est importante par rapport à la fiscalité (et au système de transferts) régionale.

Ce déplacement automatique des recettes et des dépenses d'une région à l'autre permet aux Etats-Unis d'absorber un tiers environ des chocs spécifiques<sup>22</sup>.

L'ampleur du fédéralisme fiscal est beaucoup plus réduite en Europe, puisque le budget de la communauté ne représente que 1,2 % de son PNB. Le degré présent de stabilisation automatique est donc très limité.

On peut donc craindre que le point faible de l'unification monétaire (ou d'ailleurs d'un SME strict avec quasi fixité des changes et forte mobilité des capitaux) soit l'incapacité à corriger les hétérogénéités de situations économiques, en raison des imperfections des marchés financiers, des limitations des mesures correctrices budgétaires et de la difficulté institutionnelle à augmenter la part du fédéralisme fiscal.

21 Eichengreen (1990) ; Bayoumi-Russo (1991) ; Goldstein-Woglom (1990).

22 Sachs ; Sala-i-Martin (1991) ; Masson-Taylor (1992).

*d - Écarts structurels, conditions de la croissance et risque de contagion salariale*

Il est probable que l'unification monétaire se fera entre des États ayant des structures et niveaux économiques différents. Le critère de convergence retenu (où apparaissent l'inflation, les taux d'intérêt à long-terme, les déficits et dettes publics) ne fait intervenir aucune variable représentative de l'état de développement des économies (capital, PNB ou productivité par tête, part de l'emploi agricole...). Ces écarts structurels ne sont en fait pas très différents des chocs permanents envisagés plus haut, mais la façon dont ils seront traités illustre les difficultés que nous évoquons.

La situation optimale lorsque coexistent deux régions d'inégal niveau de développement est la suivante : la profitabilité marginale du capital est plus forte dans la région la moins avancée, puisque le salaire réel est égal à la productivité marginale du travail et que la productivité marginale du capital décroît avec le niveau de capital par tête ; il y a donc un flux de capital vers la région moins avancée jusqu'à ce que les productivités marginales s'égalisent ; pendant toute cette période, le prix des produits de cette région ne varient pas, puisque le salaire réel et la productivité marginale du travail évoluent parallèlement (à la hausse, au fur et à mesure de l'accumulation de capital) ; cette région accumule de l'endettement extérieur (elle bénéficie d'entrées de capitaux) sans gravité puisque sa solvabilité, liée à l'accroissement du stock de capital qui permettra de rembourser la dette, reste intacte.

149

La réalité risque cependant de différer fortement de ce schéma optimal, dans lequel des variations du taux de change de la région moins avancée ne sont pas nécessaires :

— les théories de la croissance endogène ont montré qu'il n'était pas du tout certain que les rendements d'échelle soient décroissants, ce qui implique que la productivité du capital est plus élevée dans les pays moins avancés. Elles mettent en avant l'importance de facteurs nécessaires à la croissance (capital humain, technologie, infrastructures publiques...) qui provoquent l'apparition de rendements d'échelle croissants (il est plus facile d'accumuler du capital humain lorsque le niveau de départ en est élevé). On observe d'ailleurs que le capital ne se dirige pas vers les pays les moins développés, au contraire. L'augmentation du stock des facteurs de croissance peut nécessiter un effort massif de dépenses publiques (d'éducation, d'investissement ou infrastructures...) car le capital privé ne peut pas financer ce type d'investissement qui n'est rentable que compte tenu des externalités positives (contribution à la croissance) qu'il dégage. Le démarrage de la croissance des pays les moins avancés en Europe peut imposer l'acceptation d'un déficit budgétaire supérieur à la moyenne.

— Même s'il n'y a pas de distorsion des coûts pour chaque type de production la structure de celle-ci peut varier sous l'effet d'une spécialisation

accrue par exemple. Les changements dans la composition de la production créent des déformations des prix relatifs qui ne peuvent pas être compensées si nécessaire par des mouvements des taux de change.

— Il est difficile de faire la part, dans l'endettement extérieur d'un pays, de ce qui est justifié (financement de dépenses productives qui généreront une capacité de remboursement) de ce qui est condamnable (financement de la consommation). Si des normes strictes sont édictées (pour éviter les externalités par les taux d'intérêt mentionnées dans la partie précédente), elle risque de s'appliquer sans discernement aux deux types d'endettement.

— Le parallélisme de progression du salaire réel et de la productivité du travail est un idéal difficile à atteindre. Le danger majeur pour les pays où le capital par tête est plus fort est la contagion salariale.

L'union monétaire n'a sans doute pas beaucoup d'effet sur la transmission des hausses de salaires, mais l'union économique, le développement des entreprises multinationales, de la mobilité de la main-d'œuvre peuvent pousser à un alignement des rémunérations. Nous retrouvons ici la théorie des zones monétaires optimales : si la rigidité du marché du travail prend la forme d'une contagion des salaires réels entre les pays européens, le paysage à l'union monétaire créera des distorsions de compétitivité que seules des variations de change pourraient corriger.

### *SYNTHÈSE : CROISSANCE, STABILITÉ, ET LOCALISATION DE LA PRODUCTION*

On pourrait croire que l'unification monétaire pose essentiellement des problèmes financiers ou liés à l'évolution des grandeurs nominales, comme ceux que nous évoquions plus haut : (risque inflationniste, crédibilité et procédures de décisions de la Banque Centrale Européenne, nature des opérations permises pour la Banque Centrale [open market sur titres publics...]). Il apparaît à l'analyse des difficultés et à la lecture de la littérature que les questions à résoudre concernent plutôt l'économie réelle, que les dangers de biais inflationniste, ou de perte de crédibilité sont sans doute maîtrisables.

Le premier point important est le conflit croissance et stabilisation — contrôle des externalités. Dans une union monétaire, les dépenses publiques, l'endettement... d'un pays peuvent exercer des effets défavorables sur les autres ; pour les éviter, on peut avoir recours à une coordination internationale complexe des politiques ou à la mise en place de règles contraignantes. Si ces dernières ne sont pas suffisamment souples (pour permettre la neutralisation des chocs, l'accumulation à un rythme

convenable de capital public et privé...), la croissance peut devenir heurtée et hétérogène.

Le second groupe de problème résulte du fonctionnement du marché du travail. L'insuffisante flexibilité du salaire réel impose une politique volontariste de contrôle des aléas durables, qui ne se résorbent pas spontanément ; la contagion salariale, si elle survenait, serait, avec monnaie unique, la source de distorsions de compétitivité qui concentreraient la production dans les pays les plus avancés.

Les problèmes de localisation géographique de la production seront très importants en Europe. Les arguments en faveur de l'unification économique (et non spécifiquement monétaire) reposent souvent sur l'hypothèse de rendements d'échelle croissants : suppression de la duplication de certaines activités (recherche-développement...) ; regroupement de fabrications similaires, constitution de grandes entreprises... Ceci implique un gain en efficacité, mais une concentration géographique dont on ignore parfois les coûts : saturation des infrastructures, déplacements de la main-d'œuvre...

En ce qui concerne l'union monétaire, le risque résulte de variations des prix ou des coûts que les variations de change ne peuvent pas corriger et qui impliquent la concentration de la production dans les zones les plus avancées.

Nous avons pu observer en grandeur réelle, avec l'unification allemande, les effets d'une telle situation : le salaire réel en Allemagne orientale va rattraper en 1994 le niveau de l'Allemagne occidentale, alors que le niveau de productivité sera encore inférieur de moitié. De ce fait, l'investissement privé à l'Est reste très faible, inférieur par tête à son niveau à l'Ouest, ce qui ne permet pas la convergence ; la production industrielle est tombée au tiers de son niveau d'avant la réunification, et ne manifeste que peu de signes de reprise ; le taux de chômage effectif est de l'ordre de 30 % ; un million de salariés de l'Est occupent déjà un emploi à l'Ouest. Pourtant, les transferts publics vers l'Est sont considérables (150 à 200 Mds de marks par an, soit 7 % du PNB allemand), bien plus élevés que ce qui peut être réalisé par les pays d'Europe du Sud.

Bien entendu, la situation est-allemande est largement aggravée par le passage brutal à l'économie de marché, et les ordres de grandeur seraient tout à fait différents pour les pays européens. L'exemple est-allemand montre cependant, que même en levant les contraintes d'endettement, de dysfonctionnement du marché du travail peut avoir des effets majeurs sur la localisation de la production.

Il faut enfin noter que la correction d'évolutions salariales déconnectées de celles de la productivité par le mouvement des taux de change réduirait le problème de compétitivité et de localisation, mais en provoquerait d'autres, bien connus, et que la fixité des changes cherche précisément à éviter :

inflation, perte de crédibilité... La flexibilité des changes n'est pas une panacée ; mais peut être difficile à abandonner en cas d'anomalies de fonctionnement des autres marchés. On peut bien sûr avoir la vision optimiste selon laquelle le passage à la monnaie unique forcera à corriger ces anomalies.

### RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

152

- V. Argy, P. De Grauwe (1990) : « Choosing an Exchange Rate Regime : the Challenge for Smaller Industrial Countries », *IMF, Washington*.
- M. Artus (1990) : « The European Monetary System : a review of the research record », in G. Bird (eds), *The international Financial Regime, Academic Press, London*.
- A. Atkeson, T. Bayoumi (1991) : « Do Private Markets Insure against Regional Shocks in a Common Currency Area — Evidence from the US », *Mimeo, University of Chicago*.
- R. Barrell (1991) : « Structural Change in European Wage and Price Systems : a study of France and Italy », *London School of Economics Workshop, Mai*.
- T. Bayoumi, B. Eichengreen (1992) : « Shocking Aspects of European Monetary Integration », *NBER Working paper n° 3949, Janvier*.
- J. Bhandari, T. Mayer (1990) : « A Note on Saving Investment Correlations in the EMS », *Working paper n° 90/97, IMF, Octobre*.
- M. Canzoneri, C.A. Rogers (1990) : « Is the European Community an Optimal Currency Area ? Optimal Taxation Versus the Cost of Multiple Currencies », *American Economic Review, juin, pp 419-433*.
- J. Cochrane (1988) : « Test of Consumption Insurance », *NBER Working paper n° 2642, juillet*.
- D. Cohen, C. Wyplosz (1989) : « The European Monetary Union : an Agnostic Evaluation », *CEPR Discussion paper n° 306*.
- Commission des Communautés Européennes (1990) : « One market, One money : an Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union », *European Economy, n° 44, octobre*.
- P. De Grauwe (1989) : « Is the European Monetary System a DM Zone ? », *CEPR Discussion paper n° 297, mars*.
- P. De Grauwe, W. Vanhaverbeke (1991) : « Is Europe an Optimum Currency Area ? Evidence from Regional Data », *CEPR Discussion paper n° 555*.

- R. Dornbusch, P. Jacquet (1991) : « La France et l'Union Economique et Monétaire Européenne », *Etude réalisée par la mission d'information sur l'Union Economique et Monétaire de la Commission des Finances de l'Assemblée Nationale, IFRI, Paris, novembre.*
- B. Eichengreen (1990) : « One Money for Europe ? Lessons from the US Currency and Customs Union », *Economic Policy* 10, pp 118-187.
- B. Eichengreen (1990b) : « Is European an Optimum Currency Area ? », *CEPR Discussion paper n° 478 et NBER Working paper n° 3579, janvier 1991.*
- B. Eichengreen (1991) : « Labor markets and European Monetary Unification », *Mimeo, University of California, Berkeley.*
- M. Fratianni, J. Von Hagen (1989) : « German dominance in the EMS : the Empirical Evidence », *Open Economics Review*, n° 1.
- F. Giavazzi, A. Giovannini (1989) : « Limiting Exchange rate Flexibility : the European Monetary System », MIT Press, Cambridge, MA.
- F. Giavazzi, S. Micossi, M. Miller (1989) : « The European Monetary System », *Cambridge, University Press.*
- M. Goldstein, G. Woglom (1991) : « Market based Fiscal Discipline in Monetary Unions : Evidence from the US Municipal Bond Market », *Mimeo, IMF.*
- V. Grilli (1989) : « Seigniorage in Europe » in De Cecco-Giovannini, eds, « A European Central Bank ? », *Cambridge University Press, pp 53-79.* 153
- A. Haldane, M. Pradhan (1992) : « Testing real interest parity in the European Monetary System », *Working paper n° 2, juillet, Banque d'Angleterre.*
- E. Helpman, P. Krugman (1985) : « Market Structure and Foreign Trade », *MIT Press.*
- A. Hugues-Hallett, D. Vines (1991) : « Adjustment Difficulties within a European Monetary Union : can they be reduced ? », *CEPR Discussion paper Series n° 517 Mars.*
- J. Ingram (1973) : « The Case for European Monetary Integration », *Princeton Essays in International Finance n° 96, Avril.*
- Y. Ishiyama (1975) : « The Theory of Optimum Currency Area : a Survey », *IMF Staff papers*, 22, pp 344-383.
- P. Kenen (1969) : « The Theory of Optimum Currency Areas : an Eclectic View », in R. Mundell, A. Swoboda (eds), *Monetary Problems of the International Economy, University of Chicago, Press.*
- P. Krugman (1991) : « Economic Geography and International Trade », *MIT Press.*
- R. Mc Kinnon (1963) : « Optimum Currency Areas », *American economic Review*, Septembre, pp 717-725.
- P.R. Masson, M.P. Taylor (1992) : « Common Currency Areas and Currency Unions : an Analysis of the Issues », *CEPR Discussion paper n° 617, février.*
- J. Meade (1957) : « The Balance of Payments Problem of a Free Trade Area », *Economic Journal* 67, septembre, pp 379-396.

- R. Mundell (1961) : « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, septembre, pp 657-665.
- OECD (1985) : « Flexibility in the Labor Market. »
- C. Ryan (1992) : « The Integration of Financial Services and Economic Welfare after 1992 », *CEPR Discussion paper n° 677*, juin.
- J. Sachs, S. Sala-I-Martin (1991) : « Fiscal Policies and Optimum Currency Areas : Evidence for Europe from the United States », *Conference on « Establishing a Central Bank »*, Washington, mai 1991 et *CEPR Discussion paper n° 632*, mars 1992.
- T. Scitovsky (1987) : « The Theory of Balance of Payments Adjustment », *Journal of Political Economy* 75, pp 523-531.
- A. Weber (1990) : « EMU and asymetries and adjustment problems in the EMS : Some Empirical Evidence », *CEPR Discussion paper n° 448*, août.