



# UNE MONNAIE SAINNE ET DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS : L'EUROPE APRÈS L'EURO

ANTONIO BORGES \*  
FRANCESCO GIAVAZZI \*\*

**C**ontrairement aux attentes initiales, l'euro n'a pas fait la preuve d'une grande vigueur en tant que devise soutenue par une politique orientée vers la stabilité et une Banque centrale indépendante. Bien que le fléchissement initial de l'euro par rapport au dollar ait été stoppé et que la monnaie européenne semble désormais être plus stable, la plupart des analystes considèrent qu'elle est sensiblement sous-valorisée. On a dit et écrit pas mal de choses sur la valeur de l'euro, y compris bon nombre d'accusations - souvent contradictoires - portant sur la politique économique décevante, le manque de dynamisme de l'Europe et l'incapacité de la BCE d'agir de manière décisive sur l'ambiguïté des attitudes de la politique monétaire.

## *UNE MONNAIE SAINNE*

En tant que devise nouvelle sans une brillante « carrière » derrière elle, rien n'est plus naturel que l'euro ait besoin d'une période d'affirmation de sa valeur et de son caractère « sain ». Cette période peut être raccourcie si la BCE agit avec compétence pour affirmer ses objectifs et communiquer sur la manière dont elle entend les atteindre. À ce jour, les « deux piliers » de la Banque ont vraiment fait obstacle à une stratégie de communication efficace. Le comportement des agrégats monétaires (le premier pilier) peut fournir en principe des informations utiles sur les perspectives d'inflation dans la zone euro ; mais la raison pour laquelle il

\* \* Goldman Sachs.

\*\* Bocconi, Cepr et Nber.

Cet article a été rédigé pour la réunion de l'automne 2001 de l'Euro 50 group qui a eu lieu à Washington D.C. le 30 novembre 2001. Les points de vue exprimés ici sont nos opinions personnelles et n'engagent en aucune manière les établissements auxquels nous sommes affiliés. Nous remercions Carlo Favero pour les discussions utiles que nous avons eues avec lui.



faudrait lui attribuer un quelconque rôle spécial, au-delà de celui d'un indicateur majeur potentiellement utile de l'inflation, n'est pas claire. Malgré tout, un certain degré de succès a été remporté dans la mesure où les décisions d'orientation de la Banque n'ont jamais généré d'instabilité ou de volatilité excessive sur les marchés financiers.

Un débat plus controversé porte sur la question de savoir si la BCE a été trop prudente dans son approche, se concentrant de manière excessive sur la stabilité des prix, alors qu'en fait, le problème de l'Europe et du monde est le danger d'une stagnation prolongée. Sur ce point, la BCE a été assiégée depuis quasiment le premier jour où elle a ouvert ses portes. Les ministres, la presse, une part significative des économistes universitaires, ont accusé la Banque de ne pas privilégier assez la croissance. Ce genre de rumeurs s'est intensifié depuis le début de 2001, lorsque la Fed semblait agir de façon adéquate alors que la BCE persistait dans sa mauvaise voie. Or, les données nous racontent une toute autre histoire.

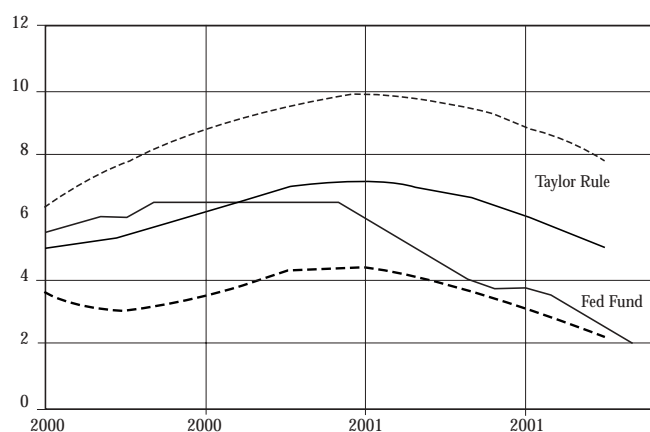
Il est vrai que la Fed et la Banque d'Angleterre ont adopté une approche nettement plus activiste, manipulant plus fréquemment les taux d'intérêt, et sont disposées à apporter des corrections - vers le haut ou vers le bas - aussi souvent que nécessaire. Du côté de la BCE, l'ancienne tradition de la Bundesbank de « n'agir que parcimonieusement », et uniquement lorsqu'il est pratiquement certain que l'action est indispensable, semble avoir été transmise à la BCE. Il est encore trop tôt pour dire si cette approche plus précautionneuse est meilleure, mais on peut invoquer une foule d'arguments - bien connus - en faveur d'une certaine prudence, ou d'un refus du risque, lorsqu'il s'agit d'accepter des exigences des marchés en matière de baisses des taux d'intérêts ou des protestations de l'opinion publique selon lesquelles rien n'est fait pour lutter contre la récession. Néanmoins, une analyse lucide de ces positions politiques en Europe ne devrait pas être contaminée par le débat sur le fait que les décisions devraient être prises plus rapidement, et que les risques devraient être acceptés plus naturellement.

Nous commencerons par faire un bilan simple, mais éloquent, de la position de politique monétaire aux États-Unis et en Europe telle qu'elle est reflétée par les taux d'intérêt. Dans la réunion précédente, Niels Thygesen a déjà mis en évidence combien il était important d'évaluer la position de la politique monétaire en examinant non seulement les taux d'intérêt, mais aussi les taux de change (voir Thygesen, 2001). Nous aimerions vous montrer que, même si nous considérons les seuls taux d'intérêt, nous aurions du mal à accuser la BCE d'être trop restrictive.

Il est utile de commencer par la Fed. Le graphique n°1 compare l'évolution des taux des *Federal Funds* avec celle qui est sous-entendue par une règle de Taylor fondée sur les prévisions d'inflation et l'écart de

production courant<sup>1</sup>. Nous indiquons également les intervalles de confiance de 95 % (ceux-ci sont dessinés en lignes pointillées). Les fortes réductions appliquées depuis janvier 2001 ont poussé le taux des *Federal Funds* en-dessous de la moyenne implicite selon la règle, mais encore dans les limites de 95 % : dans ce sens, les réductions décidées par la Fed, bien qu'étant historiquement significatives, n'ont pas été particulièrement surprenantes. Or, récemment, ces réductions se sont rapprochées des limites qui seraient prédites sur la base d'une règle de Taylor : la réduction la plus récente pourrait bel et bien sortir des limites de 95 % (ces limites peuvent uniquement être calculées jusqu'à l'été, car les données les plus récentes sur le différentiel de production ne sont pas encore disponibles).

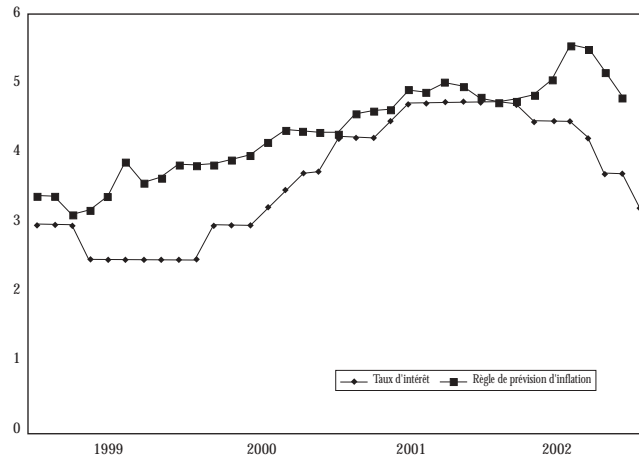
**Graphique n°1**  
**Les taux d'intérêt américains**



La règle de Taylor incorpore une prévision d'inflation et l'*output gap* courant, avec des pondérations de 1,20 et 0,75 respectivement. Les paramètres de la règle sont estimés à partir de données mensuelles de 1987 à nos jours. La prévision d'inflation est construite à partir des prix des matières premières, de l'inflation, de l'*output gap* et de l'évolution de la production dans le secteur non-agricole (voir Favero *et al.*, 2000).

Les graphiques n° 2 et 3 examinent la situation en Europe. Il est plus difficile d'identifier une « règle » pour la BCE, en partie parce que son histoire est très récente. Les graphiques n° 2 et 3 en constituent une première tentative<sup>2</sup>. Le graphique n° 2 compare la trajectoire des taux d'intérêt suivie par la BCE avec celle prédite par une règle qui examinait uniquement la prévision d'inflation du « Consensus Forecast »<sup>3</sup>. En comparaison avec cette règle, la BCE a été « trop laxiste » depuis la réduction des taux d'intérêt d'avril 2001. Par la suite, le taux effectif se rapproche davantage de la règle, mais la réduction des taux d'intérêt de mai 2001 anticipe d'environ deux mois sur les réductions que sous-entendait la règle.

### Graphique n°2 Les taux d'intérêt européens : la règle de prévision d'inflation

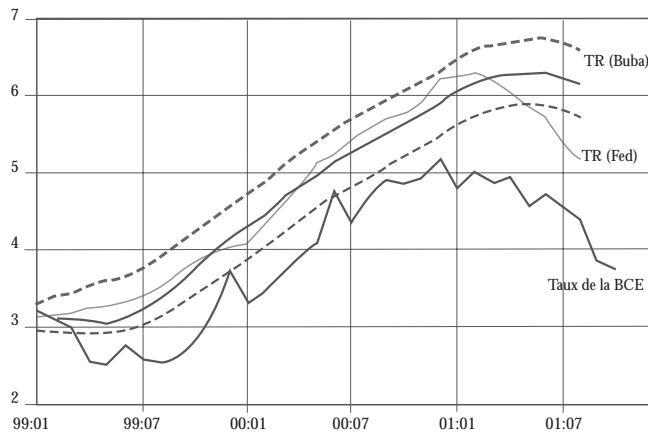


Voir Alésina *et al.* (2001a et b)

4

Le graphique n°3 répète pour la BCE l'exercice que nous avons effectué pour la Fed, en l'occurrence l'estimation d'une règle de Taylor. Puisque la brève histoire de la Banque ne permet pas d'identifier des paramètres de la règle, la figure propose deux hypothèses alternatives :

### Graphique n°3 Les règles de Taylor pour la BCE



TR(Buba) et TR(fed) représentent deux règles de Taylor pour la BCE construites respectivement sur des paramètres estimés pour la Bundesbank et pour la Fed. L'intervalle de confiance à 95 % s'applique à la règle de Taylor calculée avec les paramètres de la Bundesbank (voir Favero *et al.*, 2000).



une règle qui adopte les paramètres de la Fed pour pondérer la prévision d'inflation et l'écart de production (*l'output gap*) - dans ce cas, les pondérations respectives sont 1,20 et 0,75 - et une autre qui adopte plutôt les paramètres estimés pour la Bundesbank (1,90 et 0,40 ; l'intervalle de confiance indiqué sur la figure se réfère à la règle basée sur la Bundesbank). Là aussi, l'exercice montre que la BCE a plutôt été laxiste la plupart du temps. Les réductions récentes sont cohérentes avec l'orientation suggérée par la règle élaborée en utilisant les pondérations de la Fed, tandis que la règle de la Bundesbank aurait suggéré davantage de prudence.

Il est difficile de conclure, après un coup d'œil rapide aux données, que la BCE a été trop obstinée de résister à la pression de la presse et des hommes politiques qui l'incitaient à faire baisser plus rapidement ses taux.

### *DÉFICITS ET DEVICES*

L'un des éléments les plus frappants des deux dernières décennies a été la capacité des États-Unis à laisser filer de profonds déficits des comptes courants sans être obligés de s'inquiéter de la manière dont ils seront financés. Manifestement, les investisseurs non américains sont tout à fait empressés d'acheter et de conserver en grandes quantités des actifs libellés en dollars, ce qui permet bien entendu aux États-Unis de vivre au-dessus de leurs moyens. Ainsi, le pays qui est le paradis des consommateurs, avec l'un des taux d'épargne les plus faibles au monde, est capable de générer une croissance économique plutôt rapide, grâce à une plus grande efficacité dans l'utilisation de la main-d'œuvre et du capital, il faut le reconnaître, mais aussi parce qu'il peut systématiquement compter sur le capital fourni de façon permanente par le reste du monde.

Une explication essentielle de cette source significative d'avantages pour les États-Unis doit être trouvée dans la profondeur et la sophistication du système financier américain. Les investisseurs achètent et détiennent des actifs américains parce que ceux-ci sont plus attrayants. Parfois - comme c'est le cas pour les investisseurs institutionnels japonais - le volume des fonds disponibles pour un placement à l'étranger est tellement grand que seul le marché américain a la dimension requise pour les absorber. La question que nous aimerions poser, c'est de savoir si l'arrivée de l'euro commencera à faire s'effriter ce monopole américain. Il ne fait aucun doute que l'euro supprimera bon nombre des obstacles à l'intégration financière de l'Europe. Cela sera-t-il suffisant pour faire apparaître un véritable marché financier européen ? Dans quel délai peut-il devenir suffisamment sophistiqué

pour commencer à faire concurrence au système américain et attirer l'attention des investisseurs ?

Néanmoins, avant d'aborder cette question, il pourrait être judicieux de noter qu'en Europe, l'Union monétaire a déjà créé un environnement qui a désormais supprimé la contrainte des comptes courants et a rendu possible le flux de capital vers les lieux où ils sont les plus nécessaires. Un coup d'œil rapide aux données démontrera ce point. Nous commençons avec l'exemple du Portugal<sup>4</sup>.

Depuis que le Portugal a été admis dans l'UEM au début de 1998, il a enregistré un déficit des comptes courants qui est considérable selon n'importe quel critère, mais qui est encore plus considérable pour un pays dont les comptes courants ont été globalement équilibrés au milieu des années 1990. En l'an 2000, le déficit des comptes courants du Portugal a dépassé 10 % du PIB.

Le FMI explique comme suit le déséquilibre des comptes courants du Portugal : « Plus de la moitié de la détérioration par rapport au quasi-équilibre du milieu des années 1990 était imputable à une diminution de l'épargne nationale. Alors que les investissements ont fortement augmenté, ils ont été affectés en partie au logement, avec des effets limités sur la capacité d'exportation future. L'élargissement du déficit des comptes courants n'a pas été imputable à une détérioration des mesures de compétitivité traditionnelles. [...] Le déficit des comptes courants est essentiellement financé par l'accroissement de la dette extérieure nette (investissement étranger direct) du système bancaire ; les flux nets d'investissements étrangers directs sont devenus négatifs [...] tandis que l'internationalisation permanente des entreprises portugaises a débouché sur des sorties d'investissements significatives » (FMI, *Staff Report for the 2000 Article IV Consultations with Portugal*, septembre 2000).

Il serait utile de considérer ces déséquilibres dans une perspective à plus long terme. Le tableau n°1 montre comment l'épargne, l'investissement et les comptes courants ont évolué depuis la révolution portugaise, distinguant également entre les années précédant et suivant l'entrée du Portugal dans l'UE en 1985. La comparaison entre la deuxième moitié des années 1980 et les années depuis lesquelles le Portugal a rejoint l'UEM nous aide à comprendre ce qui se cache derrière le déficit des comptes courants de la fin des années 1990.

Aussi bien l'admission dans l'UE et - plus tard - que celle dans l'Union monétaire ont été accompagnées par un essor du taux de croissance des investissements. Mais la première fois, cet essor a été entièrement financé par un accroissement de l'épargne intérieure ; au contraire, depuis 1998, l'épargne privée a baissé et l'investissement a été principalement financé par des emprunts à l'étranger.

**Tableau n°1**  
**Portugal : épargne, investissements et comptes courants**  
 (en % du PIB)

	1974-1975	1986-1990	1991-1995	1999-2000
Comptes courants	-6,6	-0,6	-3,1	-9,7
Épargne privée brute	22,9	28,0	23,1	17,5
Épargne publique brute	20,3	27,1	21,6	19,2
Investissements (taux d'évolution)	-1,3	11,0	2,0	6,2
<i>Pour mémoire</i>				
PIB (taux d'évolution)	2,2	5,5	1,8	3,4

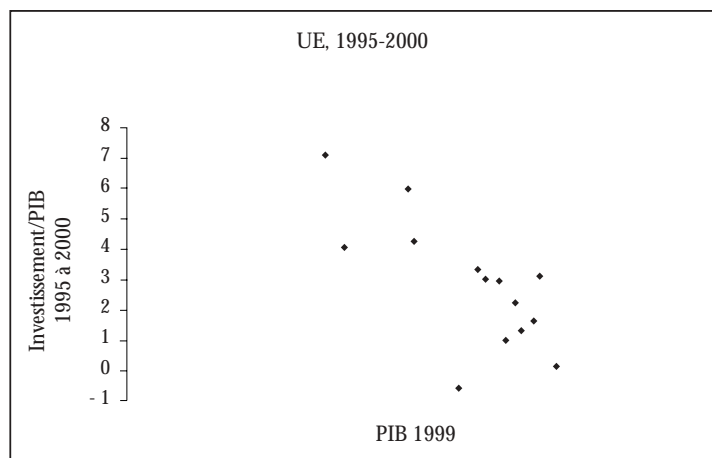
Source : Commission Européenne, *Prévisions économiques de l'automne 2001*.

L'entrée dans l'UE au milieu des années 1980 a été accompagnée par une rapide libéralisation du marché des produits. Ceci a accru la productivité du capital : aussi bien l'épargne que l'investissement ont augmenté. Mais l'adhésion à l'UE - du moins au début - n'a eu que des effets limités sur les marchés financiers : sur le plan financier, le Portugal est resté une économie relativement fermée, avec des taux d'intérêt réels relativement élevés, et malgré le boom des investissements de la fin des années 1980, le capital qui y est disponible est encore relativement faible.

La fin des années 1990 diffère à deux titres de la période précédente. Premièrement, la monnaie unique et le marché unique - qui a été officiellement concrétisé en 1992, mais dont les effets ont pris pas mal d'années à se manifester dans l'économie européenne - ont renversé bon nombre de barrières aux flux de capitaux. Alors que la prime au taux d'intérêt intérieur réel a disparu, l'investissement a fortement augmenté. Deuxièmement, la libéralisation financière a affaibli les contraintes de crédit affrontées par les entreprises et les ménages portugais ; ceci a fait baisser le taux d'épargne privé. Or, la chute de l'épargne des ménages n'a pas empêché le nouveau cycle d'accumulation du capital, puisque celui-ci pouvait désormais être financé par des emprunts à l'étranger.

Les effets de l'UEM et du marché unique sur les taux d'investissement et les soldes des comptes courants ne sont pas spécifiques au Portugal. Le graphique n°4 représente l'évolution du taux d'investissement par rapport au PIB dans toute l'UE durant la seconde moitié des années 1990, et montre comment cette évolution est liée au niveau de revenus d'un pays. L'évolution des investissements est plus marquée pour les pays au revenu le plus faible : les quatre pays où l'augmentation de la proportion entre investissements et PIB est la plus importante sont l'Irlande, le Portugal, la Grèce et l'Espagne.

### Graphique n°4 Investissement et revenu par tête en Europe

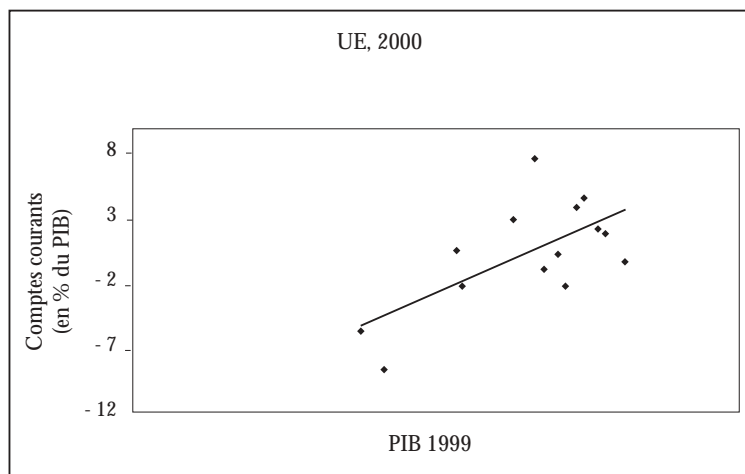
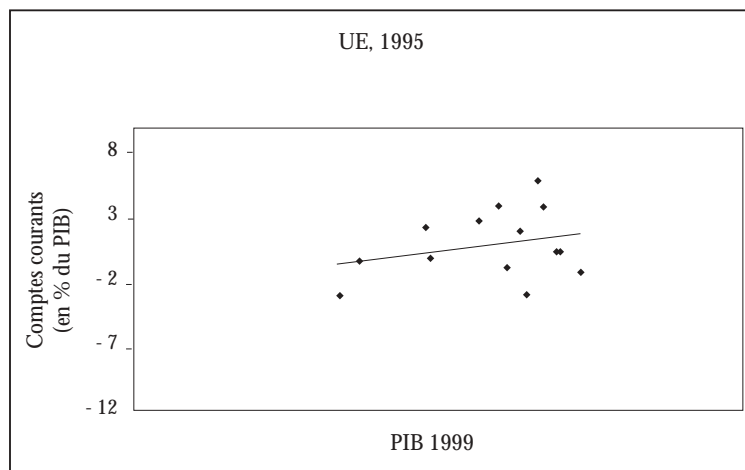


Les graphiques n° 5 et 6 expliquent les effets de la libéralisation financière et de l'intégration des marchés des capitaux sur les comptes courants. Ces deux figures expriment le solde des comptes courants d'un pays en fonction de son niveau de revenu. Le graphique n°5 utilise les données de 1996, et le graphique n°6 les données pour l'an 2000. La différence est impressionnante. En 1995, avant l'UEM, il n'y avait pratiquement aucune corrélation entre les comptes courants d'un pays et son niveau de revenus. Cinq années plus tard, la relation est devenue relativement étroite : les pays au plus faible revenu - ceux où les taux d'investissement ont le plus augmenté - ont le déficit des comptes courants le plus important. Comme dans le graphique n°5, le déficit des comptes courants en 2000 est plus significatif au Portugal, en Grèce et en Espagne. Le cas de l'Irlande est différent, puisque ce pays a été en mesure de financer un taux d'investissement très élevé (l'Irlande est, sur le graphique n°5, au deuxième rang pour l'augmentation du ratio investissement/PIB), et ce, presque exclusivement grâce à l'épargne des ménages, mais aussi grâce à un excédent du budget public qui dépassait 4 % du PIB.

Un déficit important des comptes courants dans la zone euro devrait-il être une source de préoccupation ? L'analyse ci-dessus suggère que ceci ne devrait pas être le cas. Pour un pays qui est en train de s'intégrer dans la zone euro, et qui commence avec un niveau de revenus inférieur à la moyenne, un déficit des comptes courants est la manifestation typique de l'accumulation du capital intérieur. Faire cesser ce processus équivaudrait à faire tarir une source de financement essentielle.



**Graphiques n° 5 et 6**  
**Balance courante et revenu par tête en Europe**



Ces déficits financent principalement l'augmentation des taux d'intérêt suscitée par l'intégration d'un pays dans l'UE : un financement extérieur est possible parce que la monnaie unique et le marché unique ont accru le degré d'intégration financière en Europe. Puisque les emprunts souscrits à l'étranger sont essentiellement consacrés à financer l'investissement, la production accrue du futur compensera les intérêts sur la dette extérieure. Par ailleurs, le canal qui pourrait transformer un boom des investissements financé depuis l'étranger en une crise de la balance des paiements - autrement dit, la non-correspondance entre les emprunts souscrits à l'étranger et les prêts consentis par le pays - est



beaucoup plus faible au sein de l'UEM, du moins dans la mesure où l'emprunt extérieur est levé dans la zone euro.

L'euro permet aux membres les moins développés de l'UE de se comporter davantage comme les États-Unis et de financer un niveau plus élevé de dépenses que ce qui aurait été possible autrement sans qu'il faille s'inquiéter outre mesure des déficits des comptes courants.

### *DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS*

L'Euroland peut-il jamais devenir aussi attrayant que les États-Unis aux yeux des investisseurs étrangers ? L'euro peut-il bénéficier du flux d'actifs en tant que source de vigueur ? Ces flux dépendent des fondamentaux économiques, mais aussi des caractéristiques du marché, tels que le développement d'un marché et la disponibilité des informations. Quelles sont les perspectives pour les marchés financiers basés sur l'euro ?

#### *Les actions*

Les enseignements tirés de la bibliographie sur la géographie économique ont récemment été appliqués à l'analyse des flux d'actions internationaux. Le « modèle de gravité » consacré par l'usage fonctionne remarquablement bien (voir Portes et Rey, 1999) lorsqu'il est appliqué aux flux des marchés boursiers. Dans le modèle de gravité traditionnel, deux variables sont cruciales pour déterminer la taille des flux d'échanges : la distance, entre la source et la destination des biens, et la taille des pays participant à l'échange. De même, dans un modèle qui s'efforce d'expliquer les flux d'actions internationaux, les flux des actifs bruts semblent dépendre de la taille des marchés, ce dont la capitalisation du marché fournit une approximation, aussi bien dans le pays source que le pays de destination, ainsi que les coûts des transactions, qui correspondent à la « distance » entre les marchés. Ces constatations sont cohérentes avec l'observation que la capitalisation du marché, les asymétries d'information entre les investisseurs nationaux et les investisseurs étrangers, et l'efficacité de la technique des échanges, sont des facteurs déterminants pour les flux d'actifs bruts.

Portes et Rey (1999) analysent les données relatives aux transactions sur les actions (le total de tous les achats et ventes faits par les résidents du pays  $i$  sur le marché des actions du pays  $j$ ) entre 14 pays, qui représentent près de 90 % de la capitalisation du marché mondial, sur une période de 8 ans : de 1989 à 1996. Cette série de données comporte 1 500 observations sur les flux transfrontaliers bilatéraux d'actions. Les coûts des transactions sur les actions résultent du coût de l'acquisition d'informations et de la technologie des transactions. Pour mesurer la

disponibilité des informations, ces auteurs font appel à des données sur le trafic téléphonique bilatéral et sur le nombre d'agences que les banques du pays  $i$  ont dans le pays  $j$ . Une autre variable semble être une bonne approximation de la disponibilité des informations, et en particulier de la présence d'asymétries d'informations entre les investisseurs nationaux et étrangers : un indice du « degré de délit d'initié » sur le marché boursier du pays de destination. La technologie des transactions est mesurée à l'aide d'un indice de « sophistication des marchés financiers » mis au point d'après les données d'un questionnaire.

La régression qu'ils évaluent explique plus de 70 % des flux portant sur les actions : une correspondance exceptionnellement bonne pour une régression de panel. Cette régression fonctionne bien, même lorsque les achats bruts et les ventes brutes de titres sont examinés séparément, et qu'on limite l'échantillon aux flux d'actions entre les seuls pays de l'UE : une constatation qui confirme que les séries d'informations sont sensiblement différentes, même au sein de l'Europe.

Les résultats confirment que les flux d'actions internationaux revêtent une importante dimension géographique : cette constatation explique pourquoi les motifs de diversification des portefeuilles paraissent avoir si peu d'importance par rapport aux variables de « géographie » dans la détermination des flux d'actifs financiers (voir par exemple Resar et Werner, 1995).

Nous en tirons trois conséquences pour l'euro et les marchés financiers.

(a) Certains observateurs ont été intrigués par l'évolution de la corrélation entre les rendements des actifs à l'intérieur de l'UEM, et par ses incidences sur la diversification des portefeuilles. Dans la phase préparatoire à l'euro, la corrélation entre les indices boursiers des différents pays candidats à l'euro a augmenté. Depuis janvier 1999, par contre, cette corrélation s'est affaiblie (voir Danthine et Adjaouté, 2001). Il est probablement trop tôt pour pouvoir mesurer les effets de l'euro dans les opportunités de différenciation offertes au sein de l'UEM. La théorie fait des prédictions ambiguës : au niveau macroéconomique, la convergence devrait renforcer la corrélation ; au niveau microéconomique, l'intégration économique, en réduisant les coûts de transport, a tendance à être accompagnée d'une spécialisation : ceci produit des résultats inverses en rendant les structures de production plus différentes d'un pays à l'autre. La constatation que la « géographie » compte davantage que les motivations de diversification du portefeuille dans la détermination des flux d'actions suggère que l'atténuation des asymétries d'information et l'augmentation de la capitalisation du marché seront plus cruciales que les opportunités de diversification pour déterminer ces flux d'actions.

(b) Si la « géographie » est importante, les coûts des transactions constitueront un facteur critique pour l'ampleur des flux d'actions. Martin et Rey (2001) étudient la manière dont une diminution des coûts des transactions modifie les flux d'actions entre trois pays. Appelons respectivement les États-Unis comme pays A, et l'Espagne et l'Allemagne comme pays B et C. Commençons avec une situation dans laquelle les coûts des transactions (informations et liquidité du marché) sont tels que les entreprises sont incitées à se faire coter à la fois sur les deux marchés étrangers. Les flux d'actions sont faibles parce que la capitalisation du marché est répartie entre B et C. Supposons maintenant que les coûts de transaction entre B et C diminuent. Dans le nouvel environnement, le marché européen se concentrera là où les liquidités sont les plus importantes. Supposons que ce soit l'Allemagne. Les entreprises allemandes n'auront plus besoin de se faire coter en Espagne. Il en va de même pour les sociétés américaines : en Europe, elles s'inscriront uniquement à la cote en Allemagne. La chute des coûts des transactions s'est concentrée sur les marchés de la zone euro, ce qui accroît la capitalisation du marché en Allemagne (si l'augmentation des liquidités est suffisamment importante, même les sociétés espagnoles se feront coter en Allemagne). Avec un marché des actions européen plus liquide, les flux d'actifs entre les États-Unis et la zone euro augmenteront<sup>5</sup>. L'euro a constitué un important facteur dans la réduction des coûts de transaction. Toutefois, des obstacles significatifs à une concentration plus poussée du marché subsistent : la segmentation des plates-formes de négociation de la zone euro et - un autre facteur important, comme l'affirme le rapport de Lamfalussy<sup>6</sup> - la segmentation résultant des réglementations (différences dans les lois sur la faillite, les règles d'imposition, de cotation en Bourse et de protection des investisseurs).

(c) L'euro a déclenché une consolidation transfrontalière dans le secteur bancaire européen. Les constatations susmentionnées suggèrent qu'il s'agira là d'un facteur important pour l'atténuation des asymétries d'information, et ainsi dans l'accroissement des flux d'actions au sein de l'UEM. Certains organismes de réglementation des banques européennes se sont efforcés de ralentir le processus, en partie pour des motifs politiques, pour la protection de « champions nationaux », en partie pour tenter de défendre leur champ clos réglementaire. Ce comportement est un signe de myopie et risque de retarder l'intégration du marché.

Avec les précautions indiquées plus haut (liées à la vitesse de la réforme de la réglementation), les signes que nous avons brièvement passés en revue suggèrent que l'euro sera accompagné par une augmentation du volume des mouvements d'actions orientés vers les marchés européens.



### *Les obligations*

La question intéressante à se poser au sujet du marché des obligations n'est pas tant celle de la taille des flux (qui sont, particulièrement pour les bons du Trésor, d'un ordre de grandeur plus important que les flux d'actions) que celle de la propagation des chocs aux écarts de taux d'intérêt et comment nous pouvons imaginer que l'euro affectera ceci.

La recherche empirique révèle deux constatations (voir Favero et Bonfiglioli, 2000) :

- l'hypothèse selon laquelle les écarts entre les rendements d'actions et les bons du Trésor en Europe et aux États-Unis évoluent parallèlement est rejetée à moyen terme. Ce constat se transfère des écarts de taux d'intérêt à leurs niveaux ;

- à court terme, cependant, les chocs semblent se diffuser des États-Unis vers le marché européen des titres à revenus fixes, et non dans le sens opposé. Le mécanisme semble fonctionner comme suit : une réduction du « goût du risque » aux États-Unis accroît l'écart entre les rendements d'actions et les bons du Trésor. Ceci se traduit par une augmentation de ce même écart sur l'euro. Notons que la transmission est doublement asymétrique. D'une part, sont transmis à la zone euro les chocs américains négatifs et de grande ampleur (ce qui est l'occasion d'une forte augmentation des écarts) ; les preuves de la transmission des petits chocs positifs sont moins évidentes. D'autre part, la transmission ne se fait pas dans le sens opposé : les mouvements, même larges, sur les écarts européens n'affectent pas les marchés américains des obligations, pas même à court terme.

Les chocs sur les écarts de taux d'intérêt affectent également le marché financier. Ainsi, les conclusions précédentes (pas d'évolution parallèle à long terme et transmission asymétrique des chocs à court terme) se transposent aussi aux prix des actions.

Les marchés financiers européens et américains sont clairement à des niveaux différents de développement et de sophistication. La différence entre l'Europe et les États-Unis sur ces marchés clés et le leadership des États-Unis sur les marchés des capitaux vont au-delà d'une simple mesure de l'avancée économique ou de la supériorité des États-Unis. C'est, en effet, un domaine où le handicap européen est le plus visible. L'euro changera-t-il cette situation et favorisera-t-il les conditions d'une rapide évolution vers une situation plus équilibrée et plus concurrentielle ? Ce serait certainement l'une des réussites de l'euro les plus difficiles à atteindre.

*NOTES*

1. Ces règles sont présentées et discutées par Alesina, Blanchard, Gali, Giavazzi et Huhig (2001a,b).
2. La prévision d'inflation utilisée dans cette règle est basée sur la prévision de l'inflation de la zone euro (HICP) publiée par *The Economist*, qui se fonde sur ses propres prévisionnistes.
3. Les prévisions d'inflation sont construites avec les mêmes instruments que ceux utilisés pour la Fed graphique n°1, mais en référence aux variables de la zone euro, plus l'*output gap* et l'inflation des États-Unis.
4. Le cas du Portugal est discuté, dans ce contexte, par Alesina *et al.* (2001b). Ce qui suit reprend l'analyse de ce papier.
5. Le coût des capitaux propres pour les firmes européennes se réduira alors.
6. Lamfalussy (2001).

*BIBLIOGRAPHIE*

- ALESINA Alberto, Olivier BLANCHARD, Francesco GIAVAZZI, Jordi GALI and Harald HULIG (2001a), *Monitoring the European Central Bank 3. Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area*. London: CEPR, mars.
- ALESINA Alberto, Olivier BLANCHARD, Francesco GIAVAZZI, Jordi GALI and Harald HULIG (2001b) *Monitoring the European Central Bank 3: An Update*. London: C.E.P.R., septembre.
- DANTHINE Jean-Pierre and Kpate ADJAOUTE (2001), « Portfolio diversification: Alive and Well in Euroland », *CEPR Discussion Paper*, juillet.
- FAVERO Carlo, Xavier FREIXAS, Torsten PERSSON and Charles WYPLOSZ (2000), *Monitoring the European Central Bank 2. One Money, Many Countries*. London: CEPR, avril.
- FAVERO Carlo and Alessandra BONFIGLIOLI, (2000) « Measuring Co-movements Between US and European Stock Markets », *IGIER Working paper* n.165, mai.
- LAMFALUSSY Alexandre, (2001), « Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets », available at: [http://europa.eu.int/comm/intemal\\_market/en/finances/general/lamfalussyen.pdf](http://europa.eu.int/comm/intemal_market/en/finances/general/lamfalussyen.pdf)
- MARTIN Philippe and Hélène REY (2001), « Financial Super-Markets: Size matters for asset trade », *NBER Working Paper* N° 8476, (September).
- PORTES Richard and Hélène REY (1999), « The determinants of cross-border equity flows », *NBER Working Paper* N° 7336, septembre.
- TESAR Linda and I. WERNER (1995), « Home bias and high turnover », *Journal of International Money and Finance*, 14, pp. 467-4932.
- THYGESEN Niels (2001), paper presented at the Berlin meeting of the « Eurogroup », mai.