

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

04 février 2011 – N° 96

Rencontre du troisième type : l'Union Monétaire Européenne

Il existe aujourd'hui deux théories concurrentes du développement des zones monétaires :

- ***La première suggère que l'intensification des échanges de biens entre pays membres d'une union monétaire s'accompagne d'une spécialisation des économies qui rend leur cycle toujours moins similaire. Des pays qui remplissaient les critères d'appartenance à une union monétaire au moment de leur adhésion, peuvent ne plus les remplir quelques temps après.***
- ***La seconde postule au contraire que l'intensification des échanges de biens intra-zone fortifie nécessairement la corrélation des cycles. Le respect des critères d'appartenance à une union monétaire lors de l'adhésion n'est alors pas strictement nécessaire puisque la convergence des économies membres est endogène.***

Laquelle de ces deux théories s'applique à la zone euro ? Pour y répondre, nous regardons le sens de la relation qui prévaut entre corrélation des cycles et intensité commerciale pour les pays de l'UEM (modèle de Frankel/Rose).

Les résultats sont surprenants, puisque si l'on observe bien sur la période 2000-2008 une plus forte corrélation des cycles économiques, leur convergence s'avère être inélastique à l'intensité des échanges de biens.

L'UEM est donc une zone monétaire du troisième type. La plus forte corrélation des cycles de 2000 à 2008 a été le produit de la politique monétaire commune (moindre dispersion des inflations sous-jacentes nationales), pas celui de la politique fiscale commune (dispersion erratique des déficits publics structurels sur la période malgré le Pacte de Stabilité).

Puisque les relations commerciales ne rapprochent pas les cycles économiques des pays membres de l'UEM, l'institutionnalisation de transferts fiscaux entre pays est indispensable en cas de chocs idiosyncrasiques violents, comme aujourd'hui sur l'Espagne, l'Irlande, la Grèce.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteurs :

Sylvain BROYER
Peter KAUDUSCH
Christian OTT

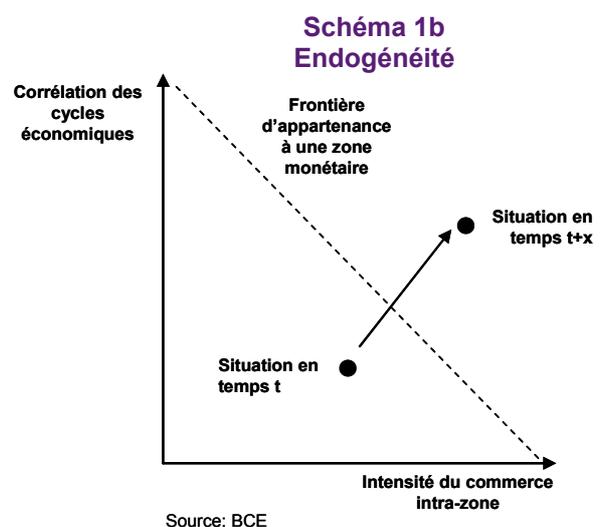
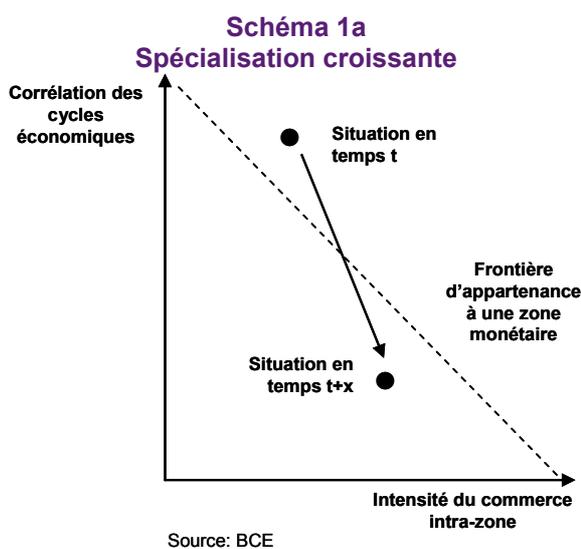
Spécialisation croissante ou endogénéité...

Le débat sur l'optimalité des zones monétaires, c'est-à-dire sous quels critères des pays ont intérêt à geler leur taux de change bilatéraux, a fortement évolué depuis son ouverture dans les années soixante.¹ Il se cristallise aujourd'hui autour de deux visions concurrentes :

- **L'hypothèse de spécialisation croissante** : le commerce de biens et services entre pays membres d'une union monétaire est appelé à croître (nullité du risque de change, moindres barrières commerciales, optimisation de la fonction d'instrument d'échange de la monnaie, etc.). L'intensification de ces échanges les amène à se spécialiser dans la production de biens et de services pour lesquels ils dégagent un avantage comparatif avéré.² La spécialisation rend les cycles économiques des pays de moins en moins similaires, jusqu'au point où les coûts d'appartenance à l'union monétaire (perte d'autonomie monétaire, fonctionnement de l'union, etc.) l'emportent sur les bénéfices et les incitent à la quitter.
- **L'hypothèse d'endogénéité** tient le discours inverse : une plus grande intensité commerciale entre pays membres d'une union monétaire fortifie nécessairement la corrélation des cycles économiques, puisque la demande d'un pays influence de plus en plus l'offre des autres.

Le degré de corrélation entre les cycles des pays membres d'une union monétaire est un indicateur qui permet de vérifier l'une ou l'autre des hypothèses. Une corrélation faible témoignera de la spécialisation. Une corrélation élevée suggèrera que la réponse des différentes économies à un choc est similaire. Or, une telle similarité est un critère primordial d'appartenance à une union monétaire :³

- L'hypothèse de spécialisation se vérifie alors lorsque l'on observe une relation inverse entre corrélation des cycles et intensification des échanges intra-zone : des pays qui remplissaient les critères d'appartenance à une union monétaire au moment de leur adhésion, peuvent ne plus les remplir quelques temps après (**Schéma 1a**).
- L'hypothèse d'endogénéité est validée lorsqu'une relation positive est trouvée entre corrélation des cycles et intensité des échanges intra-zone (modèle de Frankel/Rose) : le respect des critères d'appartenance à une union monétaire au moment de l'adhésion n'est pas strictement nécessaire puisque la convergence des économies est endogène (**Schéma 1b**).⁴



¹ "New views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us" ECB working paper n. 138, avril 2002

² D'autant plus que les prix relatifs ne sont pas flexibles, par extension du théorème de Rybczynski.

³ Mundell 1973 "Uncommon Arguments for Common Currencies".

⁴ Le modèle de Frankel/Rose 1998 ("the endogeneity of the optimum currency area criteria") prend appui sur les résultats économétriques de Rose 2000 "One money, one Market", qui ont démontré un très fort effet de la monnaie commune sur le développement du commerce extérieur.

... quelle réalité pour la Zone euro ?

Laquelle des deux hypothèses s'applique à la zone euro ? La question prend une dimension cruciale aujourd'hui, alors que pour la première fois depuis la création de l'UEM, certaines régions (Espagne, Irlande, Grèce) sont aujourd'hui exposées à des chocs idiosyncrasiques d'une extrême violence.

Nous cherchons donc le sens de la relation qui prévaut pour les pays membres de l'UEM entre corrélation des cycles et intensité commerciale, ce qui est une application du modèle de Frankel Rose cité plus haut.

Le degré de similitude des cycles économiques est mesuré comme la moyenne sur cinq ans glissants des coefficients de corrélation des variations bilatérales annuelles de la production industrielle (en termes réels, construction incluse) pour l'ensemble des pays membres de la zone euro hors Malte et Chypre. La production industrielle est préférée au PIB pour des raisons liées à l'outil économétrique (fréquence des données plus élevées et historique plus long) et à la nature des cycles (variance plus forte).⁵

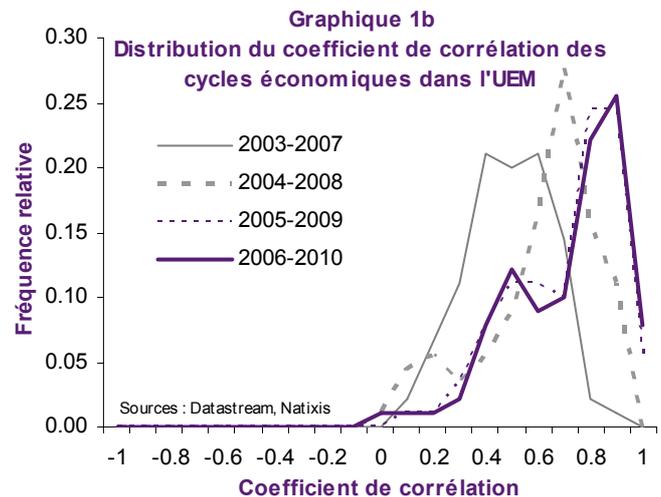
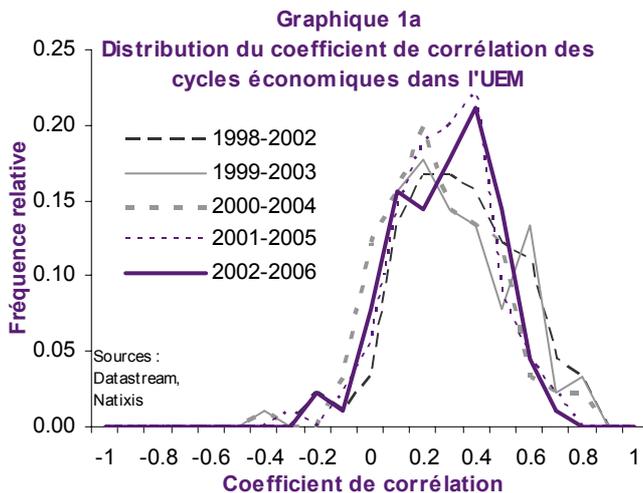
Nous mesurons l'intensité commerciale comme la somme annuelle des exportations et des importations bilatérales entre pays membres de la zone euro (hors Malte et Chypre) que nous rapportons à la somme des exportations et importations totales des pays de la zone euro.

$$trade_coeff_{ijt} = \frac{X_{ijt} + M_{ijt}}{(X_{i,t} + X_{j,t}) + (M_{i,t} + M_{j,t})}$$

Ni l'une, ni l'autre

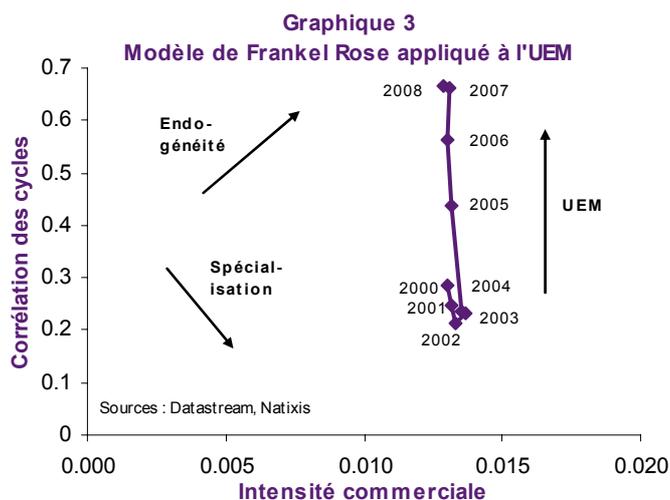
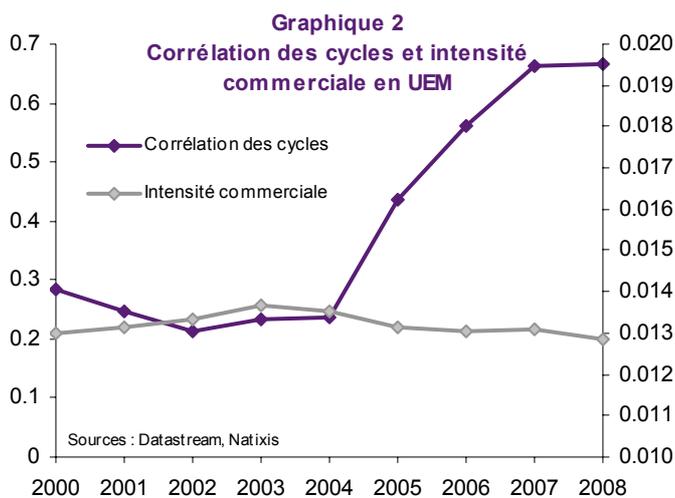
Les estimations révèlent :

- une hausse de la corrélation des cycles économiques des pays membres de la zone euro sur la période 2000-2008 : au cours du temps, la distribution des coefficients de corrélation témoigne d'un moindre aplatissement et son asymétrie vers la droite se prononce au cours du temps (**graphiques 1a-b**).



- Pourtant, l'intensité commerciale n'a pas significativement évolué (**graphique 2**).
- Le degré de corrélation des cycles économiques est inélastique à l'intensité commerciale intra-zone (**graphique 3**). Le sens cherché de la relation n'est ni positif, ni négatif. **Sur la décennie passée, la zone euro n'a été ni une zone monétaire endogène, ni menacée d'implosion par la spécialisation croissante.**

⁵ Nous tenons les calculs et tableaux matriciels à disposition des personnes intéressées

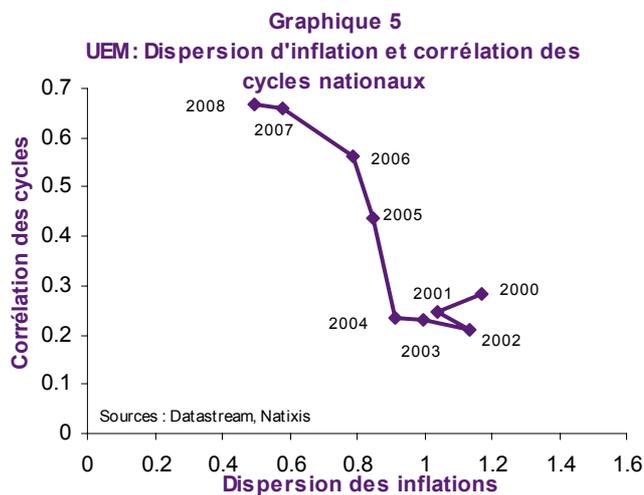
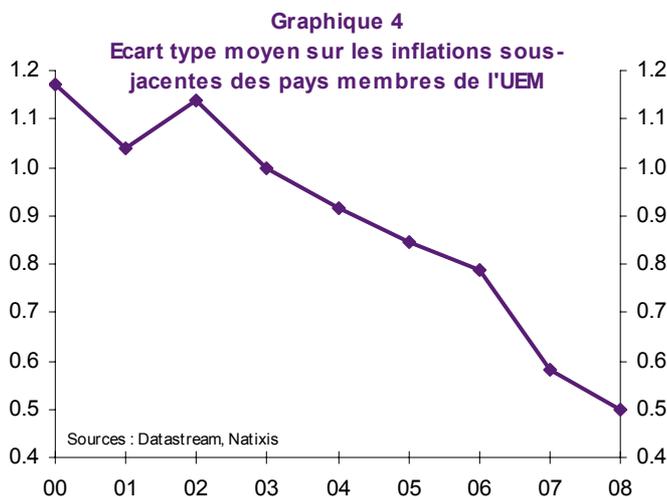


Pourquoi ?
Le policy mix de la zone euro

Nous explorons maintenant les raisons pour lesquelles la corrélation des cycles augmente indépendamment de l'intensité commerciale. Nos présomptions vont bien sûr vers le policy mix commun de la zone euro.

On vérifie effectivement que par la politique monétaire commune, la dispersion des taux d'inflation sous-jacente (hors effets volatiles liés aux chocs externes sur l'énergie et l'alimentation non transformée) a diminué sur la période étudiée (**graphique 4**). Ceci contribue par la demande domestique à une plus grande similitude des cycles.

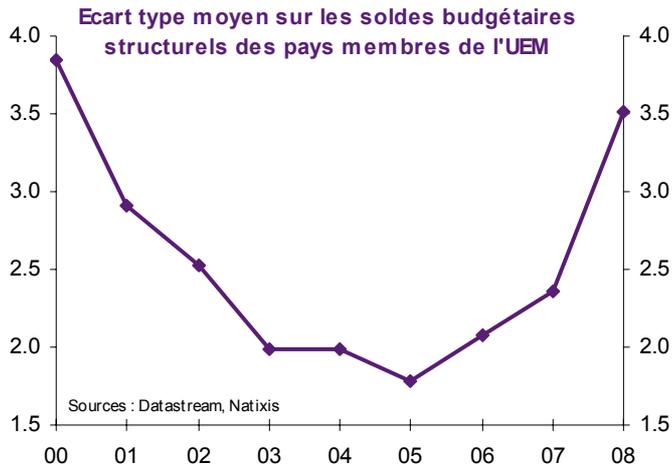
Le **graphique 5** fait état du lien étroit et inverse qui existe dans la zone euro entre dispersion des inflations sous-jacentes et coefficient de corrélation des cycles économiques.



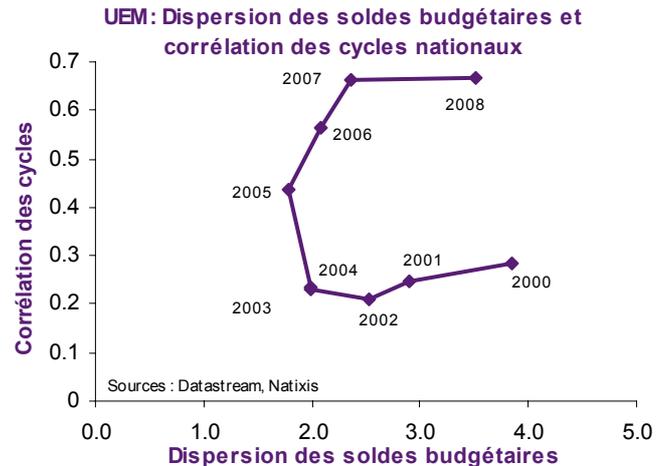
Il existe aussi une politique fiscale commune en zone euro puisque le Pacte de Stabilité et de Croissance fixe un objectif similaire de balance budgétaire à atteindre aux pays membres. Pourtant, cet outil du policy-mix européen n'a pas participé au rapprochement des cycles économiques sur la période étudiée.

Le **graphique 6** montre en effet une dispersion erratique des balances publiques (hors effets du cycle économique) sur la période. Le **graphique 7** révèle donc l'absence de relation entre politique fiscale et corrélation du cycle.

Graphique 6



Graphique 7



Synthèse : la zone monétaire du troisième type

Il existe aujourd'hui deux théories concurrentes du développement des zones monétaires :

- La première suggère que l'intensification des échanges de biens entre pays membres d'une union monétaire s'accompagne d'une spécialisation des économies qui rend leur cycle toujours moins similaire. Des pays qui remplissaient les critères d'appartenance à une union monétaire au moment de leur adhésion, peuvent ne plus les remplir quelques temps après.
- La seconde postule au contraire que l'intensification des échanges de biens intra-zone fortifie nécessairement la corrélation des cycles. Le respect des critères d'appartenance à une union monétaire lors de l'adhésion n'est alors pas strictement nécessaire puisque la convergence des économies membres est endogène.

Laquelle de ces deux théories s'applique à la zone euro ? Pour y répondre, nous avons regardé le sens de la relation qui prévaut entre corrélation des cycles et intensité commerciale pour les pays de l'UEM.

Les résultats sont surprenants, puisque si l'on observe bien sur la période 2000-2008 une plus forte corrélation des cycles économiques, leur convergence s'avère être inélastique à l'intensité des échanges de biens.

L'UEM est une zone monétaire du troisième type. La plus forte corrélation des cycles de 2000 à 2008 a été le produit de la politique monétaire commune (moindre dispersion des inflations sous-jacentes nationales), pas celui de la politique fiscale commune (dispersion erratique des déficits publics structurels sur la période malgré le Pacte de Stabilité).

Puisque les relations commerciales ne rapprochent pas les cycles économiques des pays membres de l'UEM, l'institutionnalisation de transferts fiscaux entre pays devient indispensable en cas de chocs idiosyncrasiques violents, comme aujourd'hui sur l'Espagne, l'Irlande, la Grèce.