

# Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe

N° 1

Automne 1999 Universités Louis Pasteur et Robert Schuman — Strasbourg

## Éditorial de Michel Dévoluy

Des économistes des Universités Louis Pasteur et Robert Schuman de Strasbourg prennent la parole. Ils souhaitent, à travers ce Bulletin, s'adresser à un public plus large que leurs étudiants et leurs collègues.

### Sommaire

- **Le suivi des Grandes Orientations de la Politique Economique (GOPE)**  
Claude Schwob 2
- **Le suivi des Lignes directrices pour l'Emploi (LDE)**  
G. Tchiboza - J. Trautmann 4
- L'euro dix mois après**
- 1 L'évolution du taux de change euro/dollar**  
G. Diana, S. Duchassaing, P. Méon 6
- 2 La BCE : être crédible pour ne pas faillir**  
M. Dévoluy 8
- 3 L'impact de l'euro sur les marchés financiers**  
M. Dai 11
- 4 L'euro et l'économie souterraine**  
G. Koenig 14
- **Les événements marquants en 1999**  
G. Lang 18

L'enjeu est de contribuer à remplir l'espace entre l'Université et la Société. Le sujet choisi est stimulant et nous concerne tous puisqu'il s'agit d'éclairer l'Europe en mouvement.

Ce Bulletin paraîtra deux fois par an. Ce rythme permet de suivre les Grandes Orientations de Politique Economique (GOPE), les lignes directrices pour l'emploi (LDE) et les événements marquants de l'UEM. Des articles d'analyse économique accessibles aux non spécialistes forment l'essentiel du Bulletin. Ils peuvent se concentrer sur un thème ou aborder différents sujets. Ce premier numéro privilégie la question de « l'euro dix mois après ».

L'équipe rédactionnelle est constituée de chercheurs membres de plusieurs laboratoires universitaires. Nous avons choisi de nous rencontrer pour échanger et discuter sur les questions européennes dans le cadre de l'Observatoire des politiques économiques en Europe. Cet Observatoire, initié par Moïse

Sidiropoulos, de l'ULP, et moi même, de l'URS, s'est constitué en s'appuyant sur la mise en place du Pôle européen de gestion et d'économie, le PEGE, qui rassemble dans un même lieu les sciences économiques et de gestion des Universités strasbourgeoises.

Notre présence à Strasbourg, symbole majeur de l'Europe, renforce notre ambition de placer l'Observatoire et son Bulletin entre le monde académique et son environnement sociétal. Merci aux auteurs et aux lecteurs de soutenir notre démarche.

## Les Grandes Orientations des Politiques Economiques en Europe

Claude Schwob

Chaque année, la Commission des Communautés Européennes définit les « Grandes Orientations des Politiques Economiques » (GOPE). Celles-ci comportent des orientations générales destinées à l'ensemble des Etats membres et des orientations spécifiques destinées à chaque Etat membre. Elles reçoivent une traduction concrète dans les différents pays de l'Union Européenne. Le texte qui suit fait le point sur les orientations générales à destination des pays de la zone Euro que la Commission a rendues publiques le 30 mars 1999.

L'objectif prioritaire de l'Union européenne est d'atteindre un niveau durablement élevé de croissance et d'emploi. Pour parvenir à cette fin, la Commission recommande aux Etats la discipline budgétaire, aux partenaires sociaux la responsabilité, et demande des réformes de structures.

### Les budgets publics

La Commission souligne les efforts de réduction des déficits publics réalisés en 1996 et 1997, mais relève un relâchement en 1998. Elle affirme la nécessité de poursuivre ces efforts afin d'atteindre une situation budgétaire proche de l'équilibre, voire excédentaire, à la fin de l'année 2002. Elle invite les Etats membres à prendre de l'avance dès l'an 2000 sur la réalisation de cet objectif, si la situation le permet.

Les moyens d'atteindre cet objectif sont la diminution et le meilleur contrôle des dépenses publiques ainsi que l'utilisation ef-

- d'accroître les marges de manoeuvre en cas d'évolution défavorable de la conjoncture économique, - de rendre les budgets moins sensibles aux hausses de taux d'intérêt,
- de mieux orienter les recettes et dépenses publiques vers la croissance et la création d'emplois,
- de faire face aux évolutions démographiques à venir (vieillesse de la population).

### Les salaires

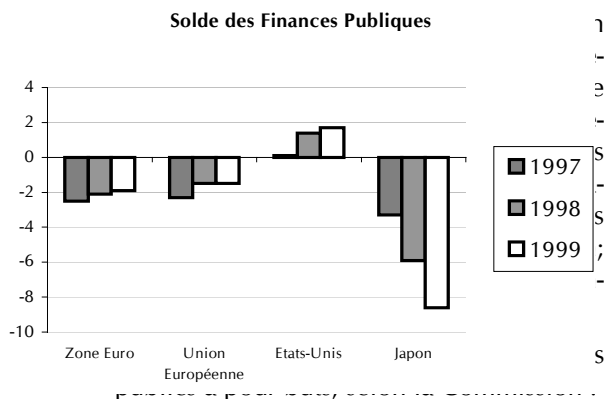
L'évolution des salaires doit, selon la Commission, contribuer à une politique de création d'emplois. Les négociations entre partenaires sociaux doivent s'inscrire dans le respect des principes définis dans les grandes orientations des années précédentes et donc :

- assurer la compatibilité des hausses de salaires nominaux avec l'objectif de stabilité des prix,
- maintenir un rapport entre hausse des salaires réels et hausse de la productivité garantissant à la fois la rentabilité des investissements et la progression régulière du pouvoir d'achat et de la consommation privée,
- assurer la convergence des productivités des différentes régions et des différents secteurs avant celle des salaires (nominaux et réels).

La Commission souligne l'importance d'un véritable dialogue social pour atteindre l'objectif poursuivi.

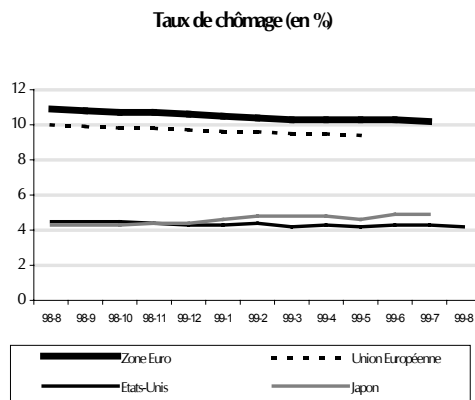
### Les structures

Les réformes de structure doivent permettre de promouvoir la flexibilité des marchés de biens et services, de capitaux et du travail,



## LE SUIVI DES ORIENTATIONS DES POLITIQUES ECONOMIQUES

particulièrement en les libérant des goulots d'étranglement existant du côté de



l'offre.

### **Marchés de biens et services**

Les règles du Marché Unique et de la politique de concurrence doivent être respectées (notamment pour les marchés publics); les aides d'Etat (aides sectorielles et aides à la restructuration) doivent être réduites; la concurrence dans les secteurs des télécommunications, des transports et de l'énergie doit être intensifiée au profit des différents utilisateurs; les formalités de création d'entreprises doivent être simplifiées; le système de la TVA doit être révisé.

### **Marchés de capitaux**

Les différences des réglementations et des régimes fiscaux nationaux doivent être réduites; la protection du consommateur et la promotion des prestations transfrontalières dans les services financiers doivent être assurées; le capital-risque doit être développé en faveur des PME et, de façon plus générale, en faveur du financement de la Recherche - Développement.

### **Les marchés du travail**

L'action doit porter sur l'offre et sur la demande de travail (accroissement de l'efficacité des systèmes de formation et d'enseignement, allègement de la fiscalité sur les bas salaires ... ); sur la lutte contre l'inégalité professionnelle des sexes et pour le relèvement du taux de participation des femmes dans la vie professionnelle. Les systèmes d'imposition et de prestation sociales doivent être revus dans un sens qui favorise l'employabilité et la création d'emploi et qui évite d'orienter

les chômeurs vers des dispositifs de soutien passif. L'organisation du travail doit être modernisée de façon négociée (aménagement du temps de travail dans des dispositifs flexibles, annualisation du temps de travail...).

Les Grandes Orientations de Politique Economique reflètent le diagnostic de la Commission Européenne sur les causes de la faible croissance et du fort niveau de chômage en Europe, et donc ses options théoriques. Elle met principalement en cause, d'une part, l'excès des dépenses publiques et la mauvaise utilisation des recettes publiques et, d'autre part, les obstacles à la fluidité des marchés qu'elle situe principalement du côté de l'offre. Ces recommandations portent aussi l'empreinte d'une inquiétude persistante devant un risque inflationniste, bien que le taux d'inflation actuel en Europe soit sans commune mesure avec les taux à deux chiffres connus par exemple dans les années 1970. C'est pourquoi, afin de promouvoir des niveaux durablement élevés de croissance et d'emploi, la Commission Européenne entend réduire l'engagement de la puissance publique dans l'économie au profit d'un système qui parviendrait à allier deux logiques différentes : celle du développement des structures marchandes d'allocation des ressources et celle de la négociation entre partenaires sociaux.

## La politique communautaire de l'emploi et de la formation depuis 1995

Guy Tchibozo et Jacques Trautmann

**En matière d'emploi et de formation, l'Union européenne s'est dotée, depuis 1995, de nouveaux instruments qui rythment l'évolution des politiques nationales et communautaires. LDE, PAN et Livres blanc ou vert marquent clairement la volonté d'orienter et de coordonner les politiques aussi dans ces domaines.**

Depuis le traité d'Amsterdam de juin 1997, les recommandations relatives à l'emploi sont précisées par des Lignes directrices pour l'emploi (LDE), proposées par la Commission, entérinées par le Conseil européen, et introduites par les pays dans des Plans d'action nationaux (PAN). Les premières Lignes directrices (LDE 1998) ont été adoptées en décembre 1997. En mai 1998, la Commission en a évalué l'introduction dans les Plans nationaux. La première évaluation de la Commission sur la mise en œuvre des Plans nationaux est intervenue en février 1999.

### **Le rapport de la Commission de février 1999**

Le rapport met en évidence dix exemples de « bonnes pratiques » en matière de politique d'emploi, susceptibles d'intéresser tous les Etats membres. Le rapport comprend également :

- ◆ une réforme du calendrier : chaque année, les Etats feront à la mi-juin un rapport annuel sur l'exercice écoulé ; l'évaluation par la Commission et l'ajustement des Lignes directrices interviendront en fin d'année ;
- ◆ une sélection des indicateurs sur lesquels seront, à l'avenir, basés le suivi et la comparaison des performances :
- ◆ quatre indicateurs d'emploi : taux de croissance de l'emploi, taux d'emploi, écart hommes-femmes dans les taux d'emploi, et taux d'emploi des travailleurs âgés de 55 à 64 ans ;
- ◆ quatre indicateurs de chômage : taux de chômage, « taux de chômage des jeunes » (en fait proportion de chômeurs dans la tranche d'âge des jeunes), part des chômeurs de longue durée dans le chômage total, écart hommes-femmes dans les taux de chômage ;

- ◆ une méthode d'élaboration de diagrammes en diamants pour la représentation graphique statique et dynamique de la situation de chaque Etat membre, et la comparaison internationale.

Les bonnes pratiques retenues ont été sélectionnées parmi les propositions faites par les Etats membres eux-mêmes, à partir de leurs expériences nationales. 40 pratiques ont été ainsi proposées. Chacune des dix pratiques retenues vérifie deux conditions :

- ◆ avoir fait l'objet, dans le pays qui l'a expérimentée et proposée, d'une évaluation rigoureuse,
  - qui montre que la mesure a atteint ses objectifs,
  - et qu'elle est économiquement rentable (« voir si la mesure en question a atteint ses objectifs de la manière la plus rentable au plan économique ») ;
- ◆ un environnement socio-économique national de mise en œuvre suffisamment général pour que la transposition dans d'autres pays puisse être envisagée.

### **Deux exemples de bonnes pratiques en Espagne et en Autriche**

Parmi ces mesures – qui comprennent par exemple le programme français Nouveaux Services Nouveaux Emplois, et les programmes à caractère contraignant britannique (New Deal for Young People : soit formation, soit emploi aidé, soit bénévolat) et danois (formation) – deux sont plus particulièrement originales au regard de l'expérience française.

D'une part, la convention collective espagnole en faveur de la stabilité de l'emploi, dont les dispositions sont entérinées par la législation, prévoit deux types d'incitation à la conversion de CDD en CDI, et au développement du recours aux CDI :

---

## LES PLANS D'ACTION NATIONAUX POUR L'EMPLOI

- ◆ allègements des charges fiscales et sociales ;
- ◆ réduction des primes de licenciement dues par l'employeur : 33 jours de salaire par année d'ancienneté avec un maximum de 12 mois de salaire, contre précédemment 45 jours avec un maximum de 42 mois.

D'autre part, l'approche intégrée autrichienne destinée à améliorer l'accès des femmes à l'emploi peut aussi être distinguée. Elle se compose d'un ensemble de mesures prévoyant notamment :

- ◆ des subventions salariales pour les femmes qui réintègrent le marché du travail ;
- ◆ des fondations régionales pour aider les chômeuses à définir de nouvelles perspectives individuelles d'emploi, et à acquérir les compétences correspondantes ;
- ◆ la formation à distance pendant le congé parental pour faciliter la réintégration ultérieure.

### Les politiques de formation

En matière de formation continue et d'éducation tout au long de la vie, la politique du Conseil et du Parlement européens depuis 1995 aura été marquée par plusieurs textes :

- ◆ le Livre blanc de 1995, *Enseigner et Apprendre – Vers la société cognitive*, cosigné par les commissaires chargés de la recherche, de l'éducation et de la formation, ainsi que de l'emploi et des affaires sociales ;
- ◆ le Livre vert sur les obstacles à la mobilité trans-nationale dans l'éducation, la formation et la recherche (1996) ;
- ◆ le rapport du professeur J.L. Reiffers, *Accomplir l'Europe par l'éducation et la formation* (1996). Ce dernier texte constitue une étape importante dans l'élaboration d'une doctrine de la DG XXII sur laquelle asseoir la politique de formation de la Commission, même s'il n'engage que ses auteurs ;
- ◆ la communication de la Commission intitulée *Pour une Europe de la connaissance* (1997), définissant les orientations relatives à la construction d'un espace européen de la formation. Elle préconise six grands types de mesures à développer des actions :

- de mobilité physique ;
- de mobilité virtuelle ;
- de promotion des compétences linguistiques et de compréhension des différentes cultures ;
- visant au développement de réseaux de communication au niveau européen ;
- visant au développement de l'innovation ;
- et enfin, permettant une amélioration continue des termes de référence communautaires sur les systèmes et les politiques de formation et de la jeunesse des Etats membres.

### Le modèle européen

L'une des lignes de force de l'ensemble de cette production réside dans l'affirmation d'un modèle de l'individu européen responsable de son propre développement éducatif et professionnel : citoyen européen, il se reconnaît comme une ressource humaine qu'il lui appartient d'améliorer toute sa vie, ce qui doit lui permettre de gérer les risques d'emploi auxquels il est confronté sur un marché du travail incertain.

Ce modèle fonde une orientation générale de la politique européenne de la formation qui donne la priorité aux actions destinées aux jeunes, au nom de la formation tout au long de la vie : ce sont eux qu'il convient d'abord de former pour les rendre capables de correspondre au modèle du citoyen européen, car l'accès à la formation, à l'âge adulte, est fondamentalement une question de compétence individuelle à se former. A contrario, les actions ayant pour objectifs de faciliter l'accès à la formation de ceux qui sont déjà engagés dans la vie active apparaissent fort modestes et imprécises.

Il faut prendre la mesure de l'écart qu'implique une telle politique avec celle qu'on a cherché à mettre en œuvre en France pendant trente ans, à travers les accords entre partenaires sociaux et les lois qui, depuis 1971, les ont entérinés et complétés, où le droit à la formation des actifs tient un rôle central.

Dans les mois qui viennent, on observera avec intérêt les choix de la nouvelle Commission : confirmeront-ils ceux de la précédente, ou saura-t-elle reconnaître que la formation tout au long de la vie suppose davantage que des capacités d'initiatives individuelles, c'est-à-dire des conditions objectives offrant de réelles possibilités d'accès à la formation pour les adultes, ceux qui sont en emploi et ceux qui n'en ont pas ?

## L'évolution du taux de change euro/dollar

Giuseppe Diana, Sylvie Duchassaing et Pierre-Guillaume Méon

### L'évolution du cours de l'euro pendant les premiers mois de son existence a déjoué les pronostics de la plupart des analystes.

#### Les économistes pouvaient-ils faire mieux ?

A la veille de son lancement, la plupart des économistes anticipait une appréciation de l'euro par rapport au dollar. Ce pronostic se fondait d'abord sur la taille économique de la zone euro et sur son importance dans le commerce international. De ces deux points de vue, la zone euro rivalise, en effet, avec les Etats-Unis (voir tableau).

	Population (millions)*	Part du PIB de l'OCDE	Part du commerce mondial	Ratio** export/PIB
USA	263	32,5	19,6	8,2
Japon	125	20,5	10,5	9
UE à 15	370	38,3	20,9	10,2

Source : Commission Européenne (1997)

\* Population (1995)

\*\* Ratio exportations / PIB 1996

Ce pronostic reposait également sur l'état de la balance commerciale des deux zones. Alors que la zone euro dégage un large excédent commercial, les Etats-Unis enregistrent un déficit important. Comme la zone euro importe moins de biens qu'elle n'en exporte, l'étranger demande plus d'euros que la zone euro ne demande de devises. Il en résulte une demande excédentaire de la devise européenne qui devrait être résorbée à terme par une appréciation de la devise européenne.

Le différentiel d'inflation entre les Etats-Unis et l'Europe devrait lui aussi favoriser l'appréciation de l'euro. En effet, dans la mesure où les prix américains augmentent plus vite que les prix européens, la compétitivité des produits américains se détériore par rapport à celle des produits européens. Seule une dépréciation du dollar permettrait de rétablir l'attrait des produits américains sur les marchés internationaux.

Pour ces différentes raisons, qui tiennent davantage du long terme, il semblait pertinent de prévoir une appréciation de la devise européenne par rapport au dollar. Toutefois, l'envolée de l'euro, prévue par les analystes à la fin de l'année 1998, ne

s'est pas concrétisée. Au contraire, depuis le 4 janvier 1999, jour de ses premières cotations officielles, la devise européenne a connu une longue phase de dépréciation. En effet, si le cours de l'euro à son lancement était de 1,1789\$, il s'établissait le 12 juillet, date de son cours plancher, à 1,0124\$. Il avait ainsi perdu plus de 14% de sa valeur initiale par rapport au dollar.

#### Les raisons d'une évolution inattendue

Les arguments avancés en faveur d'un euro fort sont fondés sur des considérations de moyen ou long terme. Par conséquent, l'évolution de l'euro depuis son lancement tiendrait principalement à des facteurs conjoncturels.

La première explication que l'on puisse avancer pour rendre compte de la dépréciation de la monnaie européenne tient à l'évolution de la conjoncture aux Etats-Unis et en Europe. Alors que, dès le début de l'année, la croissance outre-Atlantique s'annonçait soutenue, les prévisions pour l'Europe étaient plus pessimistes. Ces craintes ont été confirmées par la suite et, comme le soulignait Romano Prodi, le président de la Commission européenne, « ce n'est pas l'euro qui va mal, mais l'économie européenne ».

Par conséquent, s'attendant à une rentabilité des entreprises européennes inférieure à celle des entreprises américaines, les investisseurs internationaux ont préféré placer leurs capitaux aux Etats-Unis. Ils ont donc acheté des dollars, ce qui a déprécié l'euro.

Par ailleurs, les désaccords entre la Banque Centrale Européenne (BCE) et certains gouvernements au sujet de la réduction des déficits budgétaires constituent une source d'incertitude pour les investisseurs internationaux. Ainsi en avril dernier, la BCE a baissé ses taux d'intérêt pour aider les pays membres de l'union monétaire à réduire leur déficit budgétaire dans une conjoncture plu

---

## L'EURO DIX MOIS APRES

tôt défavorable. Mais ceux-ci n'ont pas saisi cette occasion, laissant les investisseurs internationaux dans l'incertitude sur l'évolution de la politique monétaire européenne.

Cette baisse des taux d'intérêt peut aussi s'expliquer par une volonté de la BCE de faire taire les critiques qui lui reprochaient de ne poursuivre qu'un objectif d'inflation nulle sans tenir compte des fluctuations de la conjoncture européenne. Quelle que soit l'origine de l'assouplissement de la politique monétaire européenne, il apparaît clairement que le manque de transparence et l'absence de dialogue entre les gouvernements européens et la BCE sont préjudiciables à la crédibilité de la politique monétaire européenne.

En effet, tant que l'UEM n'affichera pas une gestion concertée d'une politique monétaire européenne et de politiques budgétaires nationales afin d'obtenir un policy-mix européen cohérent, les investisseurs internationaux vont préférer détenir des actifs libellés en dollars, jugés plus sûrs (ce qui correspond à un comportement de *flight to safety*).

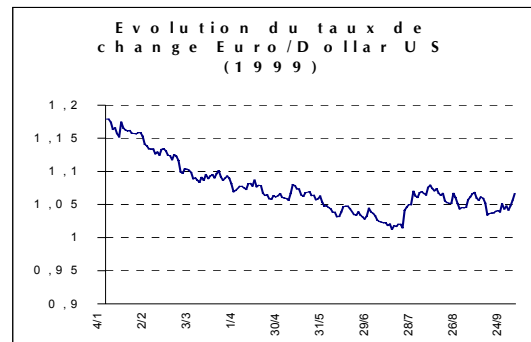
Enfin, les événements du Kosovo ont créé une incertitude supplémentaire sur l'avenir politique de l'Europe, notamment en faisant apparaître des discordances au sein des pays membres de l'Union Economique et Monétaire. Dans ces conditions le conflit n'a pu que renforcer les craintes des investisseurs. Le dollar a alors joué son rôle de valeur refuge et s'est apprécié par rapport à l'euro.

### **Un retournement durable de tendance ?**

Après une longue phase de dépréciation, le taux de change de l'euro semble avoir repris de la vigueur depuis la fin du mois de juillet. Ainsi un euro s'échangeait approximativement contre 1,09 dollar à la mi-octobre. Cette hausse peut s'expliquer en partie par un retour au calme dans la sphère politique puisque le principal facteur d'instabilité, le conflit au Kosovo, a été réglé.

De plus, les tensions inflationnistes aux Etats-Unis se concrétisent alors que la croissance semble redémarrer en Europe. Peut-on alors considérer que l'euro a atteint une valeur de long terme compatible avec les fondamentaux de l'économie eu-

ropéenne ? Répondre de façon définitive à cette question nécessiterait de calculer effectivement le cours d'équilibre de la monnaie européenne ce qui s'avère toujours une opération périlleuse. Il semble cependant que la monnaie européenne dispose d'atouts qui devraient lui permettre de s'apprécier à l'avenir.



## La BCE : être crédible pour ne pas faillir

Michel Dévoluy

**Les théoriciens de la « nouvelle école classique » sont des économistes heureux. Leurs idées ont été appliquées à la lettre dans le Traité de Maastricht et dans les choix stratégiques de la BCE. Mais un peu de recul s'impose.**

La politique monétaire européenne repose sur trois propositions qui illustrent parfaitement les enseignements de la *nouvelle école classique*.

- 1 L'inflation est un phénomène monétaire qu'une banque centrale peut théoriquement contrôler.
- 2 Dans la pratique, l'indépendance de la banque centrale est une condition cruciale pour assurer la *crédibilité* d'une politique anti-inflationniste.
- 3 Les choix stratégiques effectués par la BCE pour la conduite de sa politique monétaire sont, eux aussi, des facteurs constitutifs de la *crédibilité* d'une politique de stabilité des prix.

Les deux premières propositions expliquent les options institutionnelles et les objectifs fixés par le Traité de Maastricht à la BCE, la troisième permet de mettre en perspective les décisions de la BCE concernant les cibles et les instruments de sa politique monétaire.

### La vertu à travers l'indépendance

Le Traité pose le maintien de la stabilité des prix comme l'objectif principal de la politique monétaire de l'Union. Pour offrir à la BCE la possibilité de conduire efficacement cette mission, le Traité lui confère une totale indépendance par rapport aux pouvoirs politiques. Cette indépendance de la BCE marque le triomphe d'une conception de la politique monétaire qui découle de la pensée des « nouveaux classiques ».

Les années 80 ont été dévastatrices pour le courant interventionniste. Et ceci est particulièrement vrai pour la politique monétaire. La quasi-totalité des débats a tourné autour de la question de la *crédibilité* et de la *cohérence intertemporelle* des décisions. Il s'agit de démontrer comment une politique

monétaire peut être efficace. La réponse proposée est séduisante, d'autant qu'elle mobilise un instrument théorique peu utilisé jusqu'alors par les macroéconomistes : la théorie des jeux. Il s'agit de formaliser l'interdépendance entre les annonces de la banque centrale et les réactions des acteurs économiques. Pour être efficace une politique doit être crédible. Pour être crédible il faut que les agents croient que les autorités n'ont aucune incitation à dévier des choix annoncés. En particulier, il faut que les agents soient assurés que les décisions prises pour contrôler l'inflation ne seront pas remises en cause dans le futur. Seules des autorités monétaires indépendantes du pouvoir politique peuvent mener à bien une telle tâche. L'explication est simple : les agents économiques pensent qu'un gouvernement sera toujours tenté, pour soigner son image et être réélu, de réactiver l'économie et de réduire le chômage au moyen d'une politique monétaire expansionniste qui produit, en même temps, de l'inflation. Mais cet arbitrage entre plus d'inflation et moins de chômage ne peut être que transitoire. Au final, l'économie retourne toujours à son taux de chômage dit *naturel*. Par contre, à cause de ce relâchement monétaire, le processus inflationniste se retrouve de nouveau enclenché.

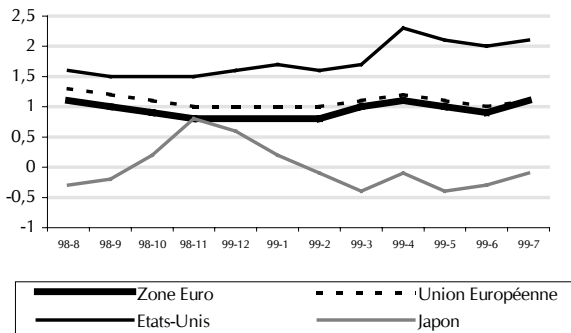
La stratégie choisie par la BCE pour conduire sa politique monétaire est en parfaite cohérence avec l'objectif de stabilité des prix que lui fixe le Traité. Pour le montrer il suffit de suivre les documents officiels de l'IME et de la BCE.

Rappelons ici que l'Institut monétaire européen (IME), créé en 1994, a disparu avec la mise en place la BCE le 1 juin 1998. L'IME eut pour mission essentielle de préparer le passage à la monnaie unique avec, notamment, l'élaboration du futur cadre de la politique monétaire. C'est la BCE qui, conformément au Traité, a effectué les choix



## L'EURO DIX MOIS APRES

Prix à la consommation (en %)



définitifs. Ils furent décidés au cours des trois derniers mois de 1998.

La stratégie monétaire de la BCE s'appuie sur plusieurs principes.

- 1 Le *principe de continuité* insiste sur le poids de la diversité des particularismes nationaux en matière de politique monétaire. Il faut donc éviter des ruptures avec les politiques monétaires nationales pratiquées par les divers pays avant 1999.
- 2 Le *principe de précaution* prend en compte le fait que le basculement vers l'euro représente un choc majeur pour les économies concernées. Il convient par conséquent de bien anticiper les changements qui pourraient survenir dans les comportements monétaires. Toute innovation mal maîtrisée contribuerait à fragiliser la mise en place de la nouvelle politique monétaire.
- 3 Le *principe de crédibilité opérationnelle* a massivement mobilisé l'attention des concepteurs de la politique monétaire. L'indépendance de la BCE, nous l'avons rappelé plus haut, est une condition institutionnelle nécessaire de la crédibilité. Mais cela ne suffit pas. Pour asseoir sa *crédibilité opérationnelle* la BCE doit, en outre, proposer une stratégie monétaire qui renforce et soutienne la *crédibilité institutionnelle* acquise à travers l'indépendance.

Cette crédibilité que nous qualifions d'opérationnelle se construit autour de trois axes. D'abord, les engagements annoncés par la BCE doivent être compris, lisibles, clairs, et transparents pour tous. Ensuite, les règles de conduite de la politique monétaire ne doivent donner lieu ni à des réactions mécanistes ni à des mesures discrétionnaires mal comprises. Enfin, les mesures prises doivent reposer

sur des orientations de moyen terme. Il faut donc axer la politique monétaire sur l'anticipation de l'évolution des prix.

Les principes de continuité et de précaution justifient l'absence d'originalité dans le choix des objectifs et des instruments. En fait, la BCE a recherché un commun dénominateur aux politiques monétaires nationales d'avant 1999. Le principe de crédibilité opérationnelle permet de comprendre l'affichage et la gestion très concrète des objectifs et des instruments.

### **La recherche d'une crédibilité opérationnelle pour se caler sur une inflation à moins de 2%**

La BCE a annoncé très clairement, et dès le mois d'octobre 1998, son objectif final. Il s'agit d'un objectif *quantifié* d'inflation. Cet objectif est publié. Il représente une cible de moyen terme. L'objectif d'inflation est mesuré à partir de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). La BCE définit la stabilité des prix au sein de la zone euro comme une progression sur un an de l'indice IPCH inférieur à 2%. C'est une exigence forte que la BCE pose et s'impose pour le futur. Cette valeur doit être maintenue à *moyen terme*. Il est admis que certains chocs peuvent influencer l'IPCH, comme, par exemple une hausse des prix des biens importés. Mais, sur le fond, on retrouve toujours la monnaie comme cause première de l'inflation.

### **Une politique monétaire construite sur deux piliers**

Pour maintenir une inflation inférieure à 2%, la politique monétaire prend ses décisions en analysant deux types d'indicateurs. Leur fonction est d'apprécier finement les perspectives d'évolution des prix. La BCE parle à ce propos des deux «piliers» de sa stratégie monétaire. Un pilier est constitué par un objectif monétaire intermédiaire. L'autre pilier est constitué par une large gamme d'indicateurs. Tous contribuent à anticiper l'évolution des prix.

Le *premier pilier* de la politique monétaire assigne une valeur de référence annuelle à la croissance de l'agrégat monétaire M3. Pour 1999, 4,5% a été choisi.

L'évolution de M3 est certes un bon indicateur de l'inflation de moyen terme, mais il ne suffit pas.

Le *deuxième pilier* permet de compléter les informations sur les perspectives d'évolution

---

## L'EURO DIX MOIS APRES

de l'inflation. La gamme des indicateurs étudiés par la BCE est vaste. Elle comprend notamment : les salaires, les taux de change, le prix et le rendement des obligations, des indices de coûts et des enquêtes sur l'activité économique.

Le calcul qui aboutit à 4,5% repose implicitement sur une formulation de la *théorie quantitative de la monnaie* :  $m + v = p + y$ , où les variables sont exprimées en variations relatives. La référence ( $m = 4,5\%$ ) tient compte d'une croissance réelle de l'économie ( $y$ ) comprise entre 2% et 2,5% ; d'une inflation ( $p$ ) inférieure à 2% ; et d'une hypothèse de diminution de la vitesse de circulation de la monnaie ( $v$ ) comprise entre 0,5% et 1%.

Au total, on retrouve bien cette exigence d'une approche à la fois prospective et non mécanique de l'analyse de l'évolution des prix. Un écart par rapport à la tendance ne doit pas impliquer de réactions automatiques. La politique monétaire ne réagit qu'aux écarts importants et persistants, dans une perspective de moyen terme.

Pour piloter l'évolution de la masse monétaire (M3) afin de maintenir la stabilité des prix (l'IPCH inférieur à 2%), la BCE utilise trois instruments de politique monétaire :

- Le taux d'intervention pour l'open market (le taux fixe d'appel d'offres), c'est l'instrument le plus visible ;
- un corridor pour les interventions de très court terme avec un taux de la facilité de dépôt et un taux de la facilité de prêt marginal ;
- les réserves obligatoires sur les dépôts d'une durée inférieure à 2 ans.

Les décisions applicables au 1<sup>er</sup> janvier 1999 donnaient les valeurs suivantes : taux pour l'open market = 3% ; les deux bornes du corridor = 2% pour les dépôts, 4,5% pour les prêts ; un taux des réserves obligatoires de 2% (notons que ces réserves sont rémunérées au taux d'intérêt moyen en vigueur pendant la période).

### La face cachée de l'indépendance

La stratégie de la BCE est donc en parfaite cohérence avec les analyses des nouveaux classiques. L'inflation est monétaire, et tout est mis en œuvre pour asseoir la crédibilité de la politique de stabilité des prix. Ce besoin de crédibilité débouche sur les questions de transparence et de responsabilité.

La transparence est pratiquée à travers une politique de communication très active. Le Président et le Vice-président donnent de nombreuses conférences de presse. La BCE rencontre les instances de l'Union, et notamment le Parlement, plusieurs fois par an. Mais cette transparence formelle ne doit pas masquer le fond. La BCE n'est pas responsable politiquement, et les minutes du Conseil des Gouverneurs qui prend les décisions de politique monétaire ne sont pas rendues publiques. La pratique de la transparence n'entame donc pas l'indépendance de la BCE. Cette volonté d'indépendance peut aller assez loin. Ainsi, les décisions du 8 avril 1999 de baisser les taux (le taux principal de refinancement est passé à 2,5%, le corridor a été fixé à 1,5% et 3,5%) peuvent s'interpréter comme une victoire différée d'Oscar Lafontaine. En effet, le ministre allemand proposait, avec d'autres, depuis plusieurs mois une baisse des taux pour soutenir la conjoncture dans un contexte d'inflation réprimée. Mais, indépendance oblige, il n'était pas écouté par la BCE. Ce n'est qu'un mois après sa démission que la décision de réduire les taux fut prise. On était tout juste au début de l'intervention au Kosovo, c'est à dire dans un contexte de relative incertitude politique. Cette mesure, sans doute indispensable, fut prise à contretemps. On a beaucoup souligné les gains de l'indépendance de la BCE. Les coûts devront aussi être pris en considération.

La BCE a appliqué sa stratégie à la lettre le 4 novembre 1999. Constatant que M3 évoluait à plus de 4,5% et que le prix du pétrole brut augmentait, elle a refait passer son taux principal de refinancement à 3%.

## L'impact de l'euro sur les marchés financiers

Meixing Dai

**Les marchés financiers savent toujours s'adapter aux nouvelles situations. Il n'y a pas d'exception avec l'arrivée de l'euro. Cependant, il est intéressant de voir comment ils réagissent aux événements.**

L'arrivée de l'euro sur les marchés financiers est l'aboutissement d'un processus long de l'intégration économique et financière de l'Europe Occidentale. Les marchés financiers ont déjà connu l'influence de l'euro avant son utilisation effective, c'est-à-dire avant le 4 janvier 1999. En effet, les opérateurs de ces marchés anticipent, à l'approche de 1999, les effets fondamentaux de l'arrivée de l'euro sur les différents marchés, sur la conduite de la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne et de la politique budgétaire des Etats membres participant à l'euro. L'euro a évidemment des effets permanents dans la mesure où son arrivée bouleverse la structure et l'organisation des marchés financiers dans la zone euro et même au niveau du système monétaire international. Ces effets structurels seront discutés dans le prochain numéro de ce bulletin. Nous nous intéressons dans un premier temps à ses effets éphémères et temporaires, notamment en ce qui concerne : 1) Les anticipations des marchés en matière de la crédibilité des autorités monétaires et budgétaires. 2) Les comportements des opérateurs avant et après l'arrivée de l'euro.

### Des anticipations changeantes

La construction de l'UME a modifié considérablement la perception des marchés concernant la crédibilité des autorités monétaires et budgétaires des pays participant à l'euro. Bien que les différents Etats aient entamé un processus de désinflation depuis une quinzaine d'années, l'acquisition de la crédibilité pour les autorités de certains pays européens était un processus long et difficile. Le marché financier a mis à rude épreuve le SME en 1992 et 1993 en attaquant plusieurs monnaies européennes en mettant en avant l'argument selon lequel les parités fixes dans le cadre du SME ne correspondent pas aux fondamentaux des économies

concernées. Les doutes des européens exprimés dans les référendums pour l'adoption du Traité de Maastricht ne font que renforcer ces anticipations des marchés financiers. Ces turbulences ont non seulement touché les marchés de change, mais aussi les marchés des actions et des obligations qui sont interconnectés par l'inter-médiaire des taux d'intérêt.

L'élargissement, en août 1993, des marges de fluctuations à +/- 15% entre les différentes monnaies du SME a permis d'atténuer progressivement les effets des anticipations mettant en cause la réalisation de l'euro. La thèse de convergence a pris alors le dessus dans les anticipations des opérateurs financiers.

Il s'ensuivait, à partir de 1995, une période de stabilité des taux de change entre les monnaies du SME, de convergence et de baisse des taux d'intérêt de court et long terme, et de hausses exceptionnelles des indices boursiers européens. Il convient de souligner que les baisses des taux d'intérêt et les hausses des indices boursiers ne sont pas dues uniquement à la croyance en l'arrivée de l'euro. En effet, dans un contexte où le taux d'inflation baisse au niveau mondial, la baisse des taux d'intérêt est une tendance générale dans les pays développés. La hausse des indices boursiers est due principalement à l'amélioration des performances des entreprises favorisées par un environnement meilleur tant au niveau international qu'au niveau européen. La descente rapide des taux d'intérêt et une hausse plus importante des indices boursiers dans les pays du sud (l'Italie, l'Espagne et le Portugal) s'expliquent sans doute par la crédibilité du projet de création de l'euro qui élimine les turbulences sur les marchés de change qui touchent souvent ces pays.

La publication, au printemps 1998, de la liste des pays participant à l'euro a marqué une étape importante dans le changement des anticipations des opérateurs financiers dont les derniers doutes concernant l'avènement de

l'euro disparaissaient. Un peu à l'excès peut-être, puisque le marché semblait ignorer les risques financiers des Etats les plus exposés aux difficultés budgétaires. Les taux d'intérêt de long terme ont atteint un niveau historiquement bas fin 1998 dans la zone euro en raison d'une anticipation consensuelle de baisse continue des taux d'intérêt de court terme confirmée par la suite par les décisions de la BCE.

Le début de cette année est un moment crucial de construction de la crédibilité de la BCE. Après l'euphorie initiale sur les marchés des actions, les marchés obligataires et le marché de l'euro, les opérateurs se mettaient à observer plus attentivement les comportements des gouvernements nationaux de la zone euro et de la BCE. La polémique depuis octobre 1998 entre d'une part les ministres des finances allemand et français qui appelaient à une baisse du taux d'intérêt et, d'autre part, le Président de la BCE se terminait alors en mars 1999 par la démission de O. Lafontaine suivie d'une baisse plus importante que prévue du taux d'intérêt directeur de la BCE en avril 1999. Cette baisse a mis sans doute, par son importance et son caractère définitif pour en finir avec les critiques des autorités budgétaires accusant la BCE d'empêcher la relance de la zone euro, un coup d'arrêt à l'anticipation très optimiste et consensuelle d'une baisse continue des taux d'intérêt en Europe. Néanmoins, le marché est conforté alors par la volonté d'indépendance de la BCE. Cette confiance dans l'avenir de l'euro et la politique monétaire de la BCE est rapidement secouée par la révision en hausse du déficit budgétaire en 1999 de l'Italie qui ne peut pas mener la baisse du déficit budgétaire comme prévu. Cette annonce fait réapparaître le risque de remise en cause de la réalisation de l'euro (sortie de l'Italie de la zone euro comme le laissait entendre Romano Prodi en juin 1999).

### **Des comportements parfois hésitants et pas toujours très rationnels**

Les opérateurs internationaux n'ignorent pas l'arrivée de l'euro étant donné qu'il s'agit d'une création d'une zone monétaire importante tant au niveau de la taille de la population qu'au niveau du PIB. Cependant, il n'y a pas de référence histori-

que et les effets sont tellement complexes que personne n'est en mesure de leur apprendre comment il faut se comporter dans cette période de transition qui couvre la période avant et après la naissance de l'euro. Leurs attitudes fondamentales restent les mêmes : Ils essaient d'anticiper tant bien que mal les événements et agissent en conséquence tout en gardant leur habitude de suivre des modes du moment et de corriger violemment leurs erreurs d'anticipations.

Il est donc logique que leurs approches des différents marchés financiers durant cette période ne puissent pas correspondre aux prédictions de la théorie économique adoptant les hypothèses d'anticipations rationnelles et des marchés efficients.

Les opérateurs européens et internationaux ont visiblement diminué leurs achats d'actions et d'obligations européennes fin 1998. Cela explique donc les premières euphories sur les marchés boursiers et obligataires puisque ces achats se reportaient sur ces marchés au début janvier 1999.

Sur le marché des actions, dès l'introduction de l'euro, les opérateurs internationaux intervenaient massivement à l'achat et provoquaient une hausse très importante des principaux indices européens comme s'ils anticipaient que l'euro va permettre aux entreprises européennes d'améliorer leurs performances économiques. Puisque l'arrivée de l'euro est une information publique, cette hausse soudaine ne s'explique donc pas par un comportement rationnel des agents. Le marché se laissait emporter par une sorte « d'euphorie » comme le qualifiaient les commentaires financiers dans la presse. Il est logique que le marché consolidait ensuite pendant de longs mois après cette hausse initiale afin de corriger les erreurs initiales commises.

On observe sur le marché des actions un autre phénomène anormal, à savoir la concentration des hausses sur les valeurs les plus importantes. En même temps, les valeurs petites et moyennes continuaient à baisser jusqu'au mois d'avril 1999 en Europe. En effet, les opérateurs les plus importants privilégiaient la diversification sur les plus grandes valeurs européennes qui font souvent partie des indices européens lancés récemment ou des principaux indices nationaux. Ce phénomène qui délaisse les petites et moyennes valeurs n'est pas propre en Europe. La crise financière internationale de l'été 1998 a lais-

---

## L'EURO DIX MOIS APRES

sé sans doute des traces sur les comportements des opérateurs. Ces derniers privilégièrent donc, dans une première phase de la hausse du marché, les valeurs les plus liquides pour mieux fuir en cas de crise financière : Un phénomène qu'on qualifie « la fuite vers la qualité ». L'arrivée de l'euro a accentué ce phénomène en raison du besoin de diversification du portefeuille des épargnants européens.

Les réactions sur le marché obligataire étaient aussi fortes que celles sur les marchés des actions. Ces réactions expliquent donc la solidité de l'euro dans les premiers jours de sa cotation sur le marché de change. Les opérateurs de ces marchés qui sont inévitablement liés par les opérations d'arbitrage et de couverture semblaient vouloir attribuer une autonomie au marché obligataire de la zone euro vis-à-vis de celui des Etats-Unis. Les taux d'intérêts de long terme continuaient à baisser dans la zone euro pour atteindre le niveau de 3,8% pour les emprunts de dix ans en France et en Allemagne en janvier 1999. Cependant, aux Etats-Unis, les taux commençaient à monter depuis quelques mois après un niveau plus bas atteint à l'automne dernier.

Cette première tentative du marché financier européen de s'affirmer vis-à-vis du marché obligataire américain échouait rapidement puisque que les taux de long terme de la zone euro recommençaient, en janvier 1999, à suivre la tendance haussière observée sur le marché USA et réagissaient mal aux nouvelles de surchauffe de l'économie américaine. En réalité, la conjoncture est bien morose de ce côté de l'Atlantique. Cela justifie un taux d'intérêt de long terme plus bas tant par le besoin de stimuler l'investissement et la consommation que par la présence d'un taux d'inflation de plus en plus faible.

Ce changement d'attitude des opérateurs sur le marché obligataire est probablement responsable en grande partie de la faiblesse de l'euro après la hausse initiale, bien qu'insignifiante, de l'euro vis-à-vis du dollar et du yen. La révision en hausse de la perspective de croissance aux USA, la révision de celle-ci en baisse en Europe, la baisse du taux d'intérêt de court terme dans la zone euro et la guerre au Kosovo font le reste. Il en résulte une réallocation des actifs financiers internationaux au pro-

fit du marché américain qui contribue à la hausse du dollar. Récemment, ces flux prennent la direction du marché japonais, ce qui soulage un peu la pression à la baisse de l'euro vis-à-vis du dollar dans un contexte de forte appréciation du yen vis-à-vis de l'euro et du dollar.

Sur le marché de change, la position du dollar est pour l'instant peu secouée par l'arrivée de l'euro. Le dollar reste au centre du marché de change mondial. Cette position est confortée par les récentes interventions de la Banque de Japon sur les marchés de change européens et asiatiques sur les parités dollar/yen et yen/euro. Sur la dernière, elle a fait appel au service du Système des Banques Centrales Européennes. Bien que les banquiers centraux américains et européens s'opposent à l'idée d'une zone cible entre les trois principales devises, seule la Fed peut, pour l'instant, négliger l'implication des ses politiques monétaires sur les parités de change.

Du point de vue des opérateurs de marchés, la BCE n'est donc pas dispensée de sa responsabilité d'intervenir sur le marché de change vue la turbulence qu'on a connue depuis le lancement de l'euro. Après une dépréciation importante continue pendant plusieurs mois et bien que les responsables politiques européens déclarent que l'euro a un potentiel important de s'apprécier vis-à-vis du dollar, l'excès de la dépréciation de l'euro risque encore d'arriver puisque les opérateurs financiers internationaux veulent toujours savoir où est la limite de la baisse de l'euro. Le rebond constaté récemment peut donc être fragile. Tandis que d'autres opérateurs (surtout japonais), croyant initialement en un euro fort et subissant des pertes importantes dues à la baisse de l'euro et à la hausse du taux d'intérêt à long terme, pourront être amenés à prendre leurs pertes si l'euro continue à s'affaiblir vis-à-vis du yen et du dollar.

---

## L'euro et l'économie souterraine

Gilbert Koenig

**L'émission de coupures importantes de 200 et de 500 euros à partir de 2002 doit favoriser la diffusion internationale de la monnaie européenne. Mais elle risque aussi d'alimenter l'économie souterraine très friande de telles coupures, ce qui soulève des problèmes éthiques, économiques, sociaux et politiques.**

En assurant le remplacement des monnaies divisionnaires et fiduciaires des pays de l'UEM par des pièces et des billets en euros à partir de 2002, la Banque centrale européenne (BCE) imposera la monnaie unique dans les transactions courantes intra-européennes des résidents. De plus, en annonçant qu'une partie de l'émission des billets portera sur des coupures importantes de 100, 200 et 500 euros, elle semble vouloir favoriser l'usage de l'euro dans les transactions courantes effectuées dans les pays situés en dehors de l'espace européen. En effet, des travaux empiriques portant sur différentes monnaies montrent que des coupures de cette importance sont généralement peu utilisées dans les transactions des résidents des pays d'émission, mais qu'elles font l'objet d'une demande importante de la part des non-résidents. Dans cette perspective, l'euro concurrencera le yen, le franc suisse et surtout le dollar en tant que monnaie véhiculaire.

Il est cependant probable que l'existence de coupures importantes en euros ne suscitera pas seulement l'intérêt des non-résidents, mais aussi celui de résidents exerçant leurs activités dans l'économie souterraine européenne. En effet, dans une telle économie qui comporte la production illégale de biens et de services (drogue, prostitution, etc.) et différentes activités fournissant des revenus légitimes, mais non saisis par la comptabilité nationale (ex : revenus du travail et du capital non déclarés à l'administration fiscale), les agents financent l'essentiel de leurs transactions par des pièces et des billets qui leur assurent l'anonymat. C'est ainsi que, selon une évaluation récente, l'argent ramassé par le crime organisé est formé pour plus de 95% par des espèces. De

plus, ces agents ont une préférence pour les coupures de valeurs unitaires importantes pour des raisons d'encombrement et de discrétion.

Si l'émission de billets de valeurs unitaires élevées en euros est susceptible de favoriser l'émergence de l'euro comme monnaie véhiculaire, elle risque aussi d'alimenter l'économie souterraine européenne pour un montant que l'on peut tenter d'évaluer sur la base de travaux empiriques portant sur les monnaies nationales des pays de l'Union économique et monétaire (UEM). La BCE peut donc être amenée à évaluer les avantages et les inconvénients d'une telle émission et à envisager des solutions pour en réduire les coûts en évitant de favoriser l'économie souterraine.

### **La demande potentielle d'euros émanant de l'économie souterraine**

On peut tenter d'évaluer l'importance de la demande de pièces et de billets en euros qui est susceptible d'émaner de l'économie souterraine sur la base des informations statistiques sur l'offre de cette monnaie et d'estimations portant sur la structure de sa demande.

Les statistiques monétaires des pays de l'UEM permettent de connaître le volume des pièces et des billets en monnaie nationale émis jusqu'à une certaine date. Ce volume correspond approximativement au montant des encaisses formées par cette monnaie si l'on considère que les pertes et les destructions représentent une valeur faible.

Les banques centrales disposent généralement de bonnes informations sur le montant des pièces et des billets détenus par les systèmes bancaires nationaux, mais elles possèdent peu de renseignements sur les autres détenteurs de cette monnaie.

## L'EURO DIX MOIS APRES

Il paraît peu vraisemblable que toutes les monnaies européennes en espèces soient détenues par des résidents de l'économie officielle

Connaissant le volume des billets et des pièces émis et la part de ces espèces détenue par les banques nationale et sachant que les entreprises non financières détiennent un montant négligeable de cette monnaie, on peut calculer la valeur moyenne des espèces en monnaie nationale détenues par chaque habitant des 11 pays de l'UEM. Ces encaisses exprimées par K. Rogoff en dollars sont définies en euros dans le tableau suivant sur la base du cours observé le 30 août 1999 de 1 euro = 1,0475 dollars.

Tableau 1 :

**Encaisses par tête en monnaies divisionnaires et fiduciaires nationales (hors banques) dans les pays de l'UEM (août 1996)**

Allemagne	2056	France	890
Autriche	1693	Irlande	850
Belgique + Lux.	2156	Italie	1116
Italie	2156	Pays-Bas	1538
Finlande	582	Portugal	582

Le tableau 1 révèle une moyenne et une dispersion importantes des montants des encaisses par tête.

L'encaisse moyenne par tête en pièces et en billets de monnaies nationales correspond dans l'UEM à un montant de 1444 euros calculé sur la base de 416 milliards d'euros répartis entre 288 millions de citoyens composant l'UEM. Cette valeur semble beaucoup trop importante pour des résidents dont l'activité se place dans l'économie officielle du fait du développement de nouvelles techniques de paiements qui se substituent aux règlements au comptant.

Quant à la différence des montants des encaisses par tête selon les pays, elle peut s'expliquer par les habitudes de paiements différentes d'un pays à l'autre. C'est ainsi que les Français règlent une plus grande proportion de leurs transactions par chèques et par cartes de crédit que les Allemands. Mais ces facteurs semblent insuffisants pour expliquer, par exemple, que les encaisses en espèces sont 2,3 fois plus importantes en Allemagne qu'en France.

On peut donc supposer qu'une partie des pièces et des billets est détenue par

d'autres agents que les résidents participant à l'activité économique officielle. Cette hypothèse est renforcée par la part importante des coupures de valeurs unitaires élevées dans le volume des billets de certains pays.

***Il semble probable qu'une partie importante des monnaies européennes en espèces alimente l'économie souterraine***

Selon certaines estimations, environ 40% des marks en espèces sont détenus par des non-résidents, du fait que le mark constitue l'une des monnaies véhiculaires. La proportion des autres monnaies européennes détenues sous la forme d'espèces par les non-résidents semble être de 10 à 15%.

Mais compte tenu de ces évaluations, l'encaisse moyenne par tête des résidents reste encore à un niveau élevé de 1080 euros. Si l'on admet qu'une famille de trois personnes est susceptible de détenir une encaisse moyenne en espèces d'un montant compris entre 1050 et 1200 euros, on peut considérer avec K. Rogoff que 45 à 50% des encaisses en espèces non détenues par les banques nationales se trouvent dans l'économie souterraine, ce qui correspond à un montant compris entre 187 et 208 milliards d'euros.

Si l'on admet que les résidents de l'économie officielle détiennent en moyenne deux fois moins d'espèces que ceux de l'économie souterraine et que cette dernière représente, selon le tableau 2, entre 6,8% et 25,8% du produit de l'activité normale des pays de l'UEM, on peut considérer que la vitesse de circulation des euros en espèces est beaucoup plus importante dans l'économie légale que dans l'économie souterraine.

Ces évaluations fournissent un ordre de grandeur de la demande d'euros en espèces qui est susceptible d'émaner de l'économie souterraine européenne et que la BCE devra satisfaire après la disparition des monnaies nationale européennes. Il peut s'y ajouter une demande d'euros issue des économies souterraines non européennes, si le rôle de l'euro se développe au détriment de celui du dollar dans les activités internationales illégales.

Tableau 2 :  
**Les parts des économies souterraines dans les pays européens (unité : % du PIB)**

Pays	1970	1994
Allemagne	2,7-3	13,1
Autriche	1,8	6,8
Belgique	10,4	21,4
Espagne		22,3
France	3,9	14,3
Irlande	4,3	15,3
Italie	10,7	25,8
Pays-Bas	4,8	13,6

Source : F. Schneider, Discussion on Rogoff, *Economic Policy*, Avril 1998, p. 275

**Les coûts et les gains de l'alimentation de l'économie souterraine européenne par les euros**

La BCE est incitée à développer le rôle de l'euro en tant que monnaie véhiculaire pour bénéficier des gains du seigneurage qui en résultent. En effet, elle dispose d'un privilège d'émission de billets qui peut être comparé au droit que possédaient les seigneurs du Moyen Age de battre monnaie et dont ils tiraient des avantages pécuniaires. Les gains que la BCE est susceptible de percevoir du seigneurage peuvent être mesurés par le montant des intérêts qui est économisé par les autorités européennes si elles émettent de la monnaie plutôt que des titres publics. Ils se montent par exemple à 5,25 milliards d'euros par an si le taux d'intérêt des titres publics européens est de 5% et si les non-résidents détiennent les 105 milliards d'euros qui correspondent aux montants des monnaies nationales européennes présentes dans leurs encaisses en 1995.

Pour développer ce rôle de l'euro, la BCE s'efforce de gagner la confiance des non-résidents par une politique anti-inflationniste rigoureuse qui assure une stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie européenne. De plus, elle stimule l'intérêt des détenteurs par des mesures techniques, comme l'émission de coupures de valeurs unitaires élevées. Mais, ces efforts stimulent aussi la demande d'euros éma-

nant de l'économie souterraine européenne, ce qui risque d'amener la BCE à alimenter cette économie et de contribuer ainsi à son maintien et à son développement.

La décision d'encourager l'utilisation de l'euro par les non-résidents devra donc se fonder sur une comparaison entre les avantages directs de cette utilisation et les effets positifs et négatifs de l'alimentation en euros de l'économie souterraine.

En alimentant l'économie souterraine européenne, la BCE s'assure des gains de seigneurage. De plus, elle favorise des secteurs qui, selon certains économistes, constituent des facteurs de flexibilité dans des économies dont les initiatives sont freinées par une pression fiscale excessive et par des réglementations trop contraignantes. Cet avantage est difficile à apprécier dans la mesure où il dépend de facteurs subjectifs comme la perception par les agents du caractère excessif d'un système d'imposition et du degré de contraintes qu'impose une réglementation. Enfin, on peut considérer qu'une partie des revenus générés par l'activité souterraine est dépensée dans l'économie officielle, ce qui assure un effet multiplicateur sur l'activité de cette dernière. C'est ainsi que, selon une estimation portant sur l'Autriche, 70% du revenu issu de l'économie souterraine en 1994 sont dépensés dans l'économie officielle. De cette façon, l'élimination d'un secteur important d'activités souterraines pourrait déterminer une récession importante dans certains pays.

Mais, l'existence d'une économie souterraine implique un manque-à-gagner fiscal que l'Etat doit compenser par une imposition plus élevée de l'économie officielle. Il en résulte des distorsions préjudiciables à l'efficacité économique. De plus, les activités illégales (drogue, vols, etc.) qui bénéficient à un groupe d'individus peuvent avoir des coûts sociaux très importants pour la collectivité.

Ces avantages et ces inconvénients d'une économie souterraine sont difficiles à cerner statistiquement. De plus, leurs formulations se limitent à des considérations purement économiques. Or, l'existence et le développement d'une économie souterraine comportent aussi des aspects éthiques, politiques et sociaux qui ne peuvent pas être écartés du champ d'analyse. En effet, l'existence d'un secteur d'activités illégales important peut comporter à terme des coûts sociaux et politiques très élevés, dans la mesure où elle risque de mettre en cause les fondements d'un



système politique et économique. Un tel risque ne peut pas être écarté dans les pays de l'UEM, dans la mesure où les parts de leurs économies souterraines dans le produit national brut ont augmenté d'une façon importante depuis 1970 et où ces parts sont élevés dans certains pays, comme l'Italie, l'Espagne et la Belgique (tableau 2). Il peut être illustré par l'expérience de la transition russe vers l'économie de marché qui se traduit par un gonflement de l'économie souterraine et par une ramification des activités criminelles dans de nombreux secteurs économiques et politiques.

### **Les mesures envisageables par la BCE pour réduire la demande d'euros émanant de l'économie souterraine**

Si la BCE veut éviter d'alimenter l'économie souterraine européenne pour des raisons économiques, politiques ou éthiques, elle peut revenir sur sa décision d'émettre les coupures de valeurs faciales élevées qui feront probablement l'essentiel de la demande de monnaie émanant de cette économie. Cette mesure a l'avantage de la simplicité, mais elle comporte des inconvénients et elle risque d'être inefficace.

En effet, elle concerne également les résidents et surtout les non-résidents qui exercent des activités légales, ce qui peut réduire les gains de seigneurage et être préjudiciable au rôle international de l'euro. De plus, elle ne freine pas nécessairement l'activité souterraine, dans la mesure où le financement de celle-ci se fera probablement par des substituts de l'euro. Par contre, elle peut rendre cette activité plus onéreuse en accroissant les coûts de transactions si les substituts de l'euro sont moins liquides que celui-ci.

Pour réduire la demande d'euros en espèces émanant de l'économie souterraine, la BCE peut envisager de contrôler la détention et l'utilisation des coupures de valeurs élevées au lieu d'en écarter l'émission. Elle peut ainsi prévoir un remplacement périodique de ces coupures par de nouveaux billets et profiter des échanges de billets pour identifier les détenteurs de sommes importantes. Un tel contrôle peut d'ailleurs être effectué au moment

des échanges entre les monnaies nationales et l'euro en 2002.

Les autorités européennes peuvent aussi interdire le paiement au comptant des échanges au-delà d'un certain montant, ce qui peut être un obstacle au blanchiment de l'argent sale.

Ces mesures permettent de réduire l'alimentation de l'économie souterraine européenne, mais elles ne constituent probablement pas un obstacle important au développement de la partie de cette économie qui est consacrée à la production illégale de biens et de services et qui se place souvent dans un réseau international. Par contre, elles peuvent influencer les comportements d'agents qui se trouvent uniquement dans l'économie souterraine pour se soustraire aux impôts et aux réglementations, dans la mesure où le contrôle des détentions de coupures importantes accroît le risque des fraudeurs.

## Calendrier européen 1999

Gérard Lang

### 4 décembre 1998

U.M. (Union Monétaire) : **Baisse concertée des taux d'intérêt** directeurs des onze Banques centrales de l'Union monétaire européenne jusqu'à un niveau commun de 3 %.

### 11-12 décembre 1998

Conseil européen à Vienne qui lance un « **Pacte pour l'emploi** ».

### 1<sup>er</sup> janvier 1999

U.M. Début de la 3<sup>e</sup> étape de l'Union monétaire : **fixation définitive des parités de l'Euro**

Entrée en vigueur du **Système Européen des Banques centrales** (S.E.B.C.). - Remplacement du Comité monétaire (Article 105 du Traité de Rome ) par le Comité Economique et Financier

Monnaie	Unité de monnaie nationale pour 1 Euro
Franc Belge	40,3399
Deutsche Mark	1,95583
Peseta	166,386
Franc Français	6,55957
Livre Irlandaise	0,787564
Lire	1936,27
Franc Luxembourgeois	40,3399
Florin	2,20371
Schilling	13,7603
Escudo	200,482
Mark Finlandais	5,94573

Début de la présidence allemande.

### 12 février

Mémorandum du Ministre allemand des Finances, Oskar Lafontaine, proposant aux onze Etats-membres de l'U.M. une **relance budgétaire commune**.

### 11 mars

Allemagne - **Démission d'Oskar Lafontaine** du poste de Ministre des Finances du gouvernement du Chancelier Gerhard Schröder.

### 24-25 mars

Conseil européen à Berlin : **accord sur la PAC, les aides régionales et la répartition des futurs fonds structurels**.

### 8 avril

U.M. Les 17 membres du Conseil des Gouverneurs de la Banque Centrale Européenne (B.C.E.) décident à une large majorité **la baisse du taux directeur de 3 % à 2,5 %**.

### 1<sup>er</sup> mai

**Entrée en vigueur du Traité d'Amsterdam**, après sa ratification par les deux derniers Etats membres - la France (en janvier) et la Grèce (en février).

Publication des Perspectives Economiques de l'OCDE qui diagnostique une légère amélioration de la croissance des Etats membres.

### 5 mai

Commission. Le Parlement européen investit **Romano PRODI comme Président de la Commission européenne**.

### 25 mai

Adoption par le Conseil des Ministres de l'U.E. (Ecofin.) des Grandes Orientations de Politique Economique (G.O.P.E.).

.....

---

## LES EVENEMENTS MARQUANTS

### 3 – 4 juin

Conseil européen à Cologne sur la **réforme des institutions**. Un Comité des Sages est chargé d'élaborer des propositions

### 13 juin

Parlement Européen. Elections au suffrage universel du Parlement européen (626 députés, dont 87 Français). **Majorité au groupe démocrate - chrétien**.

### 01 juillet

Début de la **présidence finlandaise**.

### 11 septembre

Fiscalité. Accord au Conseil sur **une baisse du taux de la T.V.A. sur un certain nombre de services**.

### 16 septembre

U.M. Dans son Bulletin mensuel, **la B.C.E. déplore**, une fois de plus, le « manque d'ambition » de nombreux Etats membres dont les politiques sont « **loin de satisfaire les objectifs à moyen terme du Pacte de Stabilité et de Croissance** ».

### 13 octobre

Elargissement. **La Commission propose que l'U.E. ouvre en 2000 les négociations avec 6 nouveaux candidats à l'adhésion** (Lettonie, Lituanie, Malte, Slovaquie, Bulgarie et Roumanie), qui rejoignent ainsi les 6 Etats pour lesquels les négociations ont commencé en 1998 (Estonie, Hongrie, République tchèque, Pologne, Slovénie et Chypre).

---

## Références et sites internet

« U.E.M. : Faits, Défis et Politiques », *OCDE*, Paris, 1999.

« Economie européenne », Jean-Pierre Faugère, *Presses de sciences po et Dalloz*, 1999

« Le gouvernement économique de la zone euro », rapport du groupe présidé par Robert BOYER, *Commissariat Général du Plan*, Documentation française, Paris 1999.

« La politique économique dans la zone Euro », *Problèmes économiques*, mercredi 30 juin 1999 n° 2623

« Quelles politiques de l'emploi dans la zone Euro ? », rapport d'information 388, *Délégation du Sénat pour l'Union Européenne*, rapporteur M. Jean-Pierre FOURCADE, disponible sur le site web du Sénat : <http://www.senat.fr>

« Plan national d'action pour l'emploi pour 1999 et bilan du plan 1998 », France, *La documentation française*, 1999.

« L'Euro », Yves-Thibault de Silguy, *Le Livre de poche*, 1998

« L'Europe monétaire : du SME à la monnaie unique », Michel Dévoluy, Hachette, 1999.

Banque Centrale Européenne : <http://www.ecb.int>

Union Européenne : <http://www.europa.eu.int>

OCDE : <http://www.oecd.org>

Parlement Européen : <http://www.europarl.eu.int>

Eurostat : <http://europa.eu.int/eurostat.html>

---

## LES EVENEMENTS MARQUANTS

### 15-16 octobre

Conseil européen à Tampere : **premier pas vers la création d'un espace européen de sécurité et de justice** avec Eurojust.

### 22 octobre

O.M.C. Accord au Conseil des Ministres sur une position commune concernant l'audiovisuel et les normes sociales que l'Union européenne défendra lors des négociations qui commenceront à Seattle le 29 novembre dans le cadre de l'Organisation Mondiale du Commerce (O.M.C.)

### 2 novembre

France. **Démission de Dominique Strass-Kahn**, Ministre de l'Economie dans le gouvernement de Lionel Jospin.

### 4 novembre

U.M. **La Banque Centrale Européenne relève son taux d'intérêt directeur de 2,5 % à 3 %** pour contenir les risques d'inflation (quatre pays de la zone Euro – Espagne, Pays-Bas, Irlande et Portugal – connaissent une inflation supérieure à 2 %, ce qui est le plafond fixé par le BCE) ; la croissance de l'agrégat monétaire M3 (+6,1 % en septembre) a joué un rôle-clé dans cette décision puisque cet indicateur s'est progressivement écarté de la référence fixée par la BCE (4,5 %).

### 29 novembre au 3 décembre

Négociations multilatérales dans le cadre de **l'Organisation Mondiale du Commerce à Seattle** (U.S.A.)

### 10-11 décembre

Conseil européen à Helsinki. Lancement de la nouvelle **Conférence Intergouvernementale (C.I.G.) chargée de la réforme des institutions de l'Union avant la fin de l'an 2000**. Un Sommet européen extraordinaire consacré à la C.I.G. et à l'emploi aura lieu à Lisbonne en mars 2000 sous la présidence portugaise.

#### OBSERVATOIRE DES POLITIQUES ECONOMIQUES EN EUROPE

Pôle Européen de Gestion et d'Economie (PEGE) – 61, avenue de la Forêt Noire – 67085 Strasbourg Cedex – e-mail : opee@cournot.u-strasbg.fr

Directeur de la publication : Michel Dévoluy

Imprimé par nos soins dans le cadre des Universités Louis Pasteur (ULP) et Robert Schuman (URS).  
Numéro ISSN en cours.

La co-responsabilité de l'Observatoire des politiques économiques en Europe est assurée par Michel Dévoluy (Professeur, Directeur de l'Institut des hautes études européenne - IHEE, URS) et Moïse Sidiropoulos (Maître de Conférences, Vice-Doyen de la Faculté des sciences économiques et de gestion, ULP)

Ont participé à la rédaction de ce Bulletin : Meixing Dai, (Maître de Conférences, ULP), Guiseppe Diana (Dr, ULP), Michel Dévoluy (Professeur, URS), Sylvie Duchassaing (URS), René Kahn (Maître de Conférences, URS), Gilbert Koenig (Professeur, ULP), Gérard Lang (ULP), Pierre-Guillaume Méon (Maître de Conférences, URS), Claude Schwob (Professeur, ULP), Guy Tchibozo (Maître de Conférences, CEREQ, ULP), Jacques Trautmann (CEREQ).

Conception graphique : Pierre Roesch, Strasbourg – Mise en page : Laurent Gagnol (URS)

Ce Bulletin est disponible aux adresses postale ou électronique de l'Observatoire – Chaque auteur peut y être contacté.