

# Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe

N° 7

Hiver 2002

Universités Louis Pasteur (Faculté des sciences économiques et de gestion) et Robert Schuman (Institut des Hautes Etudes Européennes) — Strasbourg.

## Éditorial de Michel Dévoluy

Les limites et les insuffisances du Pacte de stabilité et de croissance (PSC)

sont désormais sur le devant de la scène.

Ceci est illustré par trois moments forts. Le 24 septembre, la Commission a proposé une inflexion des règles du jeu en repoussant « au plus tard » en 2006 le retour à l'équilibre budgétaire pour l'Allemagne, la France, l'Italie et le Portugal. Le Président Romano Prodi, dans une interview retentissante donnée au journal *Le Monde* du 18 octobre, a plaidé pour une application plus intelligente du PSC. Les Ministres allemand et français des finances, MM. Eichel et Mer, ont exprimé le souhait, à l'occasion d'une réunion de l'eurogroupe le 13 novembre à Bruxelles, de retenir quatre nouveaux paramètres, en plus du déficit, pour apprécier les finances publiques: *l'inflation, l'emploi, la dette et la qualité de la préparation du futur*. L'ensemble de ces éléments peut avoir deux lectures. Prépare-t-on une nouvelle forme de coordination de la politique économique européenne ? Ou s'agit-il simplement de trouver une issue aux problèmes auxquels sont confrontés actuellement les finances publiques des grands pays de l'UE ?

Il était prévisible que dès le premier

ralentissement sérieux de l'économie de la zone euro, la mise en question

---

### Sommaire

- **Vers de nouvelles procédures de coordination**  
Michel Dévoluy 3
  - **Caractéristiques des marchés du travail dans les pays adhérents**  
Guy Tchibozo 5
  - L'Europe et la mondialisation**
    1. **La valeur de l'euro par rapport au dollar et les marchés d'actifs financiers et monétaires**  
Gilbert Koenig 9
    2. **Les marchés d'actions : quelle place pour l'Europe**  
Patrick Roger 14
    3. **La gestion concertée du risque systémique**  
Gabriel Bissiriou 18
    4. **Les relations économiques entre l'UE et la Chine**  
Meixing Dai 22
    5. **De Lomé à Cotonou La nouvelle Politique européenne de coopération. La dimension commerciale de l'intégration régionale**  
Francis Kern / Claire Mainguy 26
  - **Les publications de l'OPEE** 29
  - **Les événements marquants**  
Gérard Lang 30
-

du PSC deviendrait inéluctable. C'était d'ailleurs annoncé, y compris dans ce Bulletin à plusieurs reprises et par plusieurs auteurs. Et cela s'est passé. En effet, l'architecture du *policy mix* européen est déséquilibrée. Une politique monétaire concentrée sur la stabilité des prix et douze politiques budgétaires encadrées par le PSC ne peuvent pas gérer efficacement des chocs conjoncturels. Le seul jeu des stabilisateurs automatiques ne suffit pas. Ajoutons que l'épreuve ultime pour le PSC reste à venir. Que se passera-t-il lorsqu'un Etat membre, surtout s'il est important, se trouvera condamné par ses pairs à payer une lourde amende pour non-respect du Pacte ?

Il semble que l'engouement de l'UE pour les politiques économiques libérales commence à fléchir au profit d'un renouveau pour des formes d'interventionnisme. Il faut dire que les USA sont exemplaires sur ce sujet. La baisse des taux d'intérêt et les déficits publics ne sont pas des sujets tabous outre atlantique lorsque l'activité économique fléchit. Une question de fond est maintenant posée. Peut-on se contenter de « petits arrangements » avec le PSC ou doit-on aller vers un véritable *policy mix* à l'européenne qui reste à concevoir ?

La plupart des collègues qui contribuent à ce Bulletin ont participé à la rédaction d'un ouvrage sur *L'euro vecteur d'identité européenne* (Presses Universitaires de Strasbourg, 2002). Il ressort de ce travail que la constitution d'une identité est complexe, multiple et non linéaire. Une étude sur le même thème montrerait sans doute que le PSC sous sa forme actuelle se révèle plutôt comme un frein pour la construction d'une identité européenne. Le PSC n'est pas porteur d'un projet commun et fédérateur. Il encadre, surveille et sanctionne. Il faudra se souvenir que l'euro était avant tout un projet politique en réfléchissant sur la nécessaire réforme du PSC.

## Vers de nouvelles procédures de coordination

Michel Dévoluy

**Le Conseil européen a demandé à la Commission de rationaliser les cycles annuels de coordination de la politique économique et de l'emploi dans l'UE. Les propositions respectent le Traité UE à la lettre.**

Ce Bulletin contient, depuis son lancement deux rubriques récurrentes. L'une traite des GOPE, les grandes orientations de politique économique, l'autre des LDE, les lignes directrices pour l'emploi. Les deux domaines étaient jusqu'à présent disjoints, et leurs procédures respectives n'étaient pas synchronisées. Dorénavant, notre présentation devra très probablement changer. En effet, la Commission a décidé, dans une Communication du 3 septembre 2002 (COM(2002) 487 final) de rationaliser la coordination de la politique économique et de l'emploi dans l'UE.

Nous avons déjà noté, dans le précédent numéro de ce Bulletin, que les GOPE s'inscrivaient de plus en plus dans une perspective de moyen terme alors que leur périodicité est annuelle. La même observation pouvait d'ailleurs s'appliquer pour les LDE. Désormais un pas supplémentaire est franchi. Il s'agit, dans un souci de cohérence et d'efficacité, de renforcer l'optique à moyen et long terme à travers la mise en place d'une nouvelle méthode de coordination.

Rappelons que l'UE s'est dotée d'un cadre général de coordination qui comprend outre les GOPE et les LDE, le Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Il faut également y ajouter le Processus de Cardiff, axé sur les réformes structurelles (marchés des produits et des capitaux), et le Processus de Cologne qui instaure un dialogue macroéconomique *informel*. Tout ceci forme un ensemble peu lisible et lourd à gérer. Ces insuffisances ont conduit le Conseil européen de Barcelone de mars 2002 à demander à la Commission de présenter, avant le sommet de mars 2003, des propositions en vue d'une coordination plus étroite des politiques économiques et d'une synchronisation des calendriers des GOPE et des LDE.

La demande d'amélioration de la coordination ne résulte pas seulement de considérations institutionnelles ou techniques. Elle s'appuie également sur la nécessité de se doter d'une stratégie économique européenne, pour la décennie à venir, articulée autour de quatre objectifs prioritaires formulés dans les Conseils européens de Lisbonne (mars 2000) et de Göteborg (juin 2001) :

- réaliser une croissance forte, notamment en améliorant le potentiel de croissance ;
- tendre vers le plein emploi ;
- faire progresser le modèle social afin de préserver la cohésion sociale ;
- respecter les principes du développement durable.

Ces quatre objectifs sont cohérents entre eux, et ils s'inscrivent tous dans la longue durée. Nous retrouvons bien ici l'ambition proclamée depuis le sommet de Lisbonne, et complétée à Göteborg, de faire de l'UE «l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde, capable d'une croissance économique durable accompagnée d'une amélioration quantitative et qualitative de l'emploi et d'une plus grande cohésion sociale.»

La Communication de la Commission du 3 septembre «Concernant la rationalisation des cycles annuels de coordination de la politique économique et de la politique de l'emploi» représente la réponse à la demande posée par le Conseil européen de Barcelone. Les suggestions de la Commission sont élaborées en suivant quatre principes :

- renforcer l'efficacité de la coordination, notamment en assurant un meilleur suivi de la mise en œuvre ;
  - améliorer la cohérence et la complémentarité entre les différents processus et instruments ;
-

---

## LES GRANDES ORIENTATIONS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

- promouvoir une responsabilisation et une appropriation mieux partagées, notamment en associant davantage le PE et les parlements nationaux et en améliorant la consultation des partenaires sociaux et de la société civile ;
- accroître la transparence et l'intelligibilité du cycle de coordination en renforçant ainsi la visibilité et l'impact.

Le cycle de coordination plus structuré proposée par la Commission pour la politique de l'UE s'articule sur deux étapes principales : le « paquet mis en œuvre » et le « paquet orientations ».

Le *paquet mis en œuvre* est un rapport qui examine, à la mi janvier, le suivi des GOPE et des LDE par les Etats membres ainsi que l'état d'avancement de la stratégie pour le marché intérieur. Ce paquet est complémentaire du *rapport de printemps* présenté chaque année par la Commission au Conseil européen du printemps consacrée aux affaires économiques et sociales.

Ce Conseil européen du printemps définit les grands axes politiques relatifs à la politique économique et à l'emploi. Sur cette base, la Commission présente ses propositions d'action dans le *paquet orientations*. Ce paquet concerne donc les GOPE, les LDE et les questions relatives au marché intérieur. Il est rendu public début avril. Le Parlement européen donne son avis sur le paquet orientations en mai. Début juin, le Conseil Ecofin pour les GOPE, et le Conseil EPSSC (Emploi, politique sociale, santé et consommateurs) pour les LDE, examinent le projet. Le Conseil européen de juin approuve les propositions. Finalement, les Conseils compétents adoptent les trois composantes du paquet orientations : Ecofin pour les GOPE, EPSSC pour les LDE et le Conseil de la Concurrence pour la stratégie pour le marché intérieur.

Le paquet orientations couvre une période de trois ans. On retrouve très concrètement l'importance accordée au moyen terme. Cela signifie qu'à l'intérieur de cette période les paquets annuels restent, en principe, sur la même stratégie et proposent simplement des aménagements mineurs. Il est néanmoins admis que des circonstances particulières peuvent con-

duire à des évolutions plus profondes au cours des trois années. La Commission prévoit que le premier paquet orientations sera expérimenté pour la période 2003-2006.

La période triennale prise comme référence s'harmonise avec les mécanismes du PSC. En effet, les *programmes de stabilité* et les *programmes de convergence* présentés chaque année par les Etats membres sont établis sur une perspective de trois ans.

Au total, la nouvelle coordination prévue par la Commission permet de respecter le traité UE puisque les GOPE et les LDE restent formellement dans un cadre annuel. La rationalisation des procédures de coordination devrait également faciliter l'élargissement.

Il appartient maintenant au Conseil européen de réagir à ces propositions. Au delà des améliorations techniques, nous pensons que la mise en place d'une temporalité plus longue (trois ans) propre au fonctionnement de l'UE est de nature à mener vers une plus grande autonomie de la politique économique européenne par rapport aux contingences des économies nationales. Il semble que l'on tende vers un rythme de gouvernance économique européenne calée sur trois ans.

### Sites Internet :

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

<http://www.ecb.int>

<http://europa.eu.int/comm/eurostat/>

---

## Caractéristiques des marchés du travail dans les pays adhérents

Guy Tchibozo

**Les pays en voie d'adhésion à l'Union européenne présentent quelques caractéristiques communes au regard du marché du travail. Si certaines de ces caractéristiques sont de nature à favoriser l'intégration des nouveaux entrants, d'autres peuvent être, pour eux, sources de réelles difficultés à court terme.**

Un spectre hante l'Europe. Celui de la Turquie. Ankara ne participera donc pas à l'élargissement de 2004. Dix nouveaux pays adhéreront alors à l'Union européenne : les trois pays baltes (Estonie, Lettonie et Lituanie), cinq pays d'Europe centrale et orientale issus du bloc soviétique (Hongrie, Pologne, Slovaquie, République Tchèque et Slovaquie), et deux îles méditerranéennes (Malte et Chypre).

Bien que très différents du point de vue de l'histoire et de la géographie ainsi qu'en termes de structures et d'évolution économiques, ces pays présentent quelques caractéristiques communes au regard du marché du travail et de l'emploi.

Pour partie, ces caractéristiques sont compatibles avec les évolutions en cours au sein de l'Union, ce qui contribue à expliquer que le processus d'élargissement à ces dix pays ait été confirmé, alors que d'autres, la Turquie, mais aussi la Bulgarie ou la Roumanie, devront patienter quelques années supplémentaires. S'observent cependant aussi des tendances préoccupantes.

### Des caractéristiques favorables

En termes de répartition sectorielle de l'emploi tout d'abord, le secteur tertiaire est devenu, dans ces pays comme dans l'Union, le principal pourvoyeur d'emplois :

**Tableau 1. Part du secteur tertiaire dans l'emploi total en 2001**

Chypre	71,1 %	Pologne	50,1 %
Estonie	58,7 %	Slovaquie	56,7 %
Hongrie	59,4 %	Slovénie	51,4 %
Lettonie	59,6 %	République Tchèque	54,6 %
Lituanie	56,3 %	<b>UE à 15</b>	<b>69,4 %</b>

Source : Commission européenne (2002), *Employment in Europe 2002*, pp.173-199.

NB. Données sur Malte non disponibles.

Le fait n'allait pas de soi : par exemple, en 2001, selon la même source, la part du secteur tertiaire dans l'emploi s'établissait à seulement 29,7 % en Roumanie.

Les taux d'emploi, ensuite, sont également assez homogènes. Ils sont comparables à ceux de plusieurs pays membres, et indiquent un volume d'offre de travail mobilisable non dépourvu d'intérêt étant donné les perspectives démo-économiques au sein de l'Union, et les menaces qu'elles recèlent en termes de pénurie de main d'œuvre et de financement des retraites :

**Tableau 2. Taux d'emploi des 15 – 64 ans en 2001**

Belgique	59,9 %	Chypre	67,9 %
Espagne	56,3 %	Estonie	61,1 %
France	63,1 %	Hongrie	56,3 %
Grèce	55,4 %	Lettonie	58,9 %
Italie	54,8 %	Lituanie	58,6 %
Luxembourg	62,9 %	Pologne	53,8 %
		Slovaquie	56,7 %
		Slovénie	63,6 %
<b>UE à 15</b>	<b>63,9 %</b>	République tchèque	65,0 %

Source : *idem*.

En matière d'activité féminine aussi, les comportements sont homogènes et compatibles avec les principes de la politique européenne de l'emploi. Dans au moins six des dix pays en voie d'adhésion, les taux d'activité et d'emploi des femmes sont au moins égaux à la moyenne européenne :

**Tableau 3. Taux d'activité et d'emploi de la population féminine âgée de 15 à 64 ans en 2001**

	Taux d'activité	Taux d'emploi
Chypre	60,0 %	56,5 %
Estonie	65,6 %	56,9 %
Hongrie	52,2 %	49,6 %
Lettonie	63,6 %	56,1 %
Lituanie	66,5 %	57,4 %
Pologne	60,8 %	48,4 %
Slovaquie	63,6 %	51,8 %
Slovénie	62,5 %	58,6 %
République tchèque	63,0 %	57,0 %
<b>UE à 15</b>	<b>60,2 %</b>	<b>54,9 %</b>

Source : *idem*.

Enfin, l'élargissement à ces dix pays ne devrait pas faire obstacle à la poursuite de la politique d'allongement de la vie active, les taux d'emploi des plus de 55 ans y étant d'ores et déjà, dans quatre pays, au moins égaux à la moyenne de l'Union :

**Tableau 4. Taux d'emploi de la population âgée de 55 à 64 ans en 2001**

	Hommes	Femmes
Chypre	67,9 %	32,6 %
Estonie	57,1 %	41,9 %
Hongrie	35,0 %	14,6 %
Lettonie	44,8 %	30,1 %
Lituanie	48,6 %	31,8 %
Pologne	38,3 %	23,8 %
Slovaquie	37,7 %	10,0 %
Slovénie	33,0 %	14,4 %
République tchèque	52,4 %	23,0 %
<b>UE à 15</b>	<b>48,6 %</b>	<b>28,8 %</b>

Source : *idem*.

Sur tous ces points, les caractéristiques structurelles des marchés du travail des pays en voie d'adhésion devraient donc contribuer à la dynamique impulsée par la stratégie européenne pour l'emploi.

En revanche, les caractéristiques des emplois en termes de durée des contrats et de durée du travail, et par ailleurs les évolutions du chômage, soulèvent davantage d'interrogations.

#### **Durée des contrats, durée du travail et chômage : des tendances préoccupantes**

En termes de durée des contrats, tout d'abord, la part des contrats à durée déterminée dans l'emploi total est systématiquement plus faible dans les pays en voie d'adhésion que dans l'Union européenne, ce qui suggère une plus grande rigidité des marchés du travail. La comparaison entre l'Union et les pays candidats en matière de poids relatif du travail à temps partiel confirme ce constat

**Tableau 5. Parts du travail à temps partiel et des contrats à durée déterminée dans l'emploi total en 2001**

	Temps partiel	Durée déterminée
Chypre	8,1 %	8,1 %
Estonie	6,9 %	2,6 %
Hongrie	3,3 %	6,4 %
Lettonie	10,0 %	6,0 %
Lituanie	8,2 %	5,3 %
Pologne	9,5 %	8,6 %
Slovaquie	2,3 %	4,6 %
Slovénie	6,1 %	10,8 %
République tchèque	4,3 %	5,9 %
<b>UE à 15</b>	<b>17,9 %</b>	<b>13,4 %</b>

Source : *idem*.

La contrepartie généralement associée à cette rigidité est la protection de l'emploi, considérée comme facteur de qualité de l'emploi. Or cette contrepartie qualitative ne semble pas non plus vérifiée dans les pays en voie d'adhésion : l'enquête annuelle d'Eurostat sur la population active montre que le poids de la contrainte dans la détermination de la durée du travail et de la durée de l'emploi est, dans ces pays, quasi-systématiquement plus élevé qu'au sein de l'Union :

**Tableau 6. Part du subi dans le travail à temps partiel et dans les contrats à durée déterminée en 2001**

	Temps partiel	Durée déterminée
Chypre	30,0 %	80,0 %
Estonie	25,0 %	70,0 %
Hongrie	27,5 %	50,0 %
Lettonie	37,0 %	80,0 %
Lituanie	70,0 %	85,0 %
Pologne	37,5 %	50,0 %
Slovaquie	18,0 %	80,0 %
Slovénie	10,0 %	40,0 %
République tchèque	12,5 %	47,0 %
<b>UE à 15</b>	<b>15,0 %</b>	<b>35,0 %</b>

Source : *idem* p 140

Les pays en voie d'adhésion cumulent donc rigidité du marché et moindre qualité de l'emploi. Cette situation elle-même est en cours de détérioration. Le poids relatif des contrats à durée déterminée est généralement en hausse, indiquant une tendance à la précarisation des emplois, plus marquée dans les pays candidats que dans l'Union, et en contradiction avec les objectifs de la stratégie européenne de l'emploi :

**Tableau 7. Variation absolue de la part des contrats à durée déterminée dans l'emploi total entre 1998 et 2001**

Chypre	+0,4*	Pologne	+4,7
Estonie	+1,1	Slovaquie	+1,2
Hongrie	+0,8	Slovénie	+1,6
Lettonie	-0,7	République Tchèque	+1,1
Lituanie	-0,2	<b>UE à 15</b>	<b>+0,3</b>

\* 1999-2001

Source : *idem*, pp.173-199.

Les tendances du chômage sont préoccupantes aussi. Dans un pays sur deux, le taux de chômage global est supérieur au taux le plus élevé de l'Union (10,6 % en Espagne en 2001), et la tendance est généralement croissante alors qu'elle décroît au sein de l'Union :

**Tableau 8. Évolution du taux de chômage des 15 ans et plus depuis 1998**

	1998	2001
Chypre *	4,9 %	4,0 %
Estonie	9,6 %	12,4 %
Hongrie	8,9 %	5,7 %
Lettonie	14,5 %	13,1 %
Lituanie	12,5 %	16,5 %
Pologne	9,9 %	18,4 %
Slovaquie **	15,9 %	19,4 %
Slovénie	7,4 %	5,7 %
République tchèque	5,9 %	8,0 %
<b>UE à 15</b>	<b>9,5 %</b>	<b>7,4 %</b>

\* 1999 \*\* 2000

Source : *idem*.

A court terme, l'élargissement ne semble pas devoir inverser la tendance dans les pays adhérents. C'est ici la répartition sectorielle de l'emploi qui pose problème. En effet, dans tous les pays en voie d'adhésion, l'agriculture occupe une proportion de travailleurs plus élevée qu'au sein de l'Union;

**Tableau 9. Part de l'agriculture dans l'emploi total en 2001**

Chypre	4,9 %	Pologne	19,2 %
Estonie	7,1 %	Slovaquie	6,3 %
Hongrie	6,1 %	Slovénie	9,9 %
Lettonie	15,1 %	République Tchèque	4,9 %
Lituanie	16,5 %	<b>UE à 15</b>	<b>4,2 %</b>

Source : *idem*.

On peut donc s'attendre à ce que, en intégrant le marché unique, les agricultures des nouveaux entrants subissent de plein fouet le choc d'une agriculture européenne d'ores et déjà autosuffisante et plus productive. Sauf mesures de sauvegarde, l'effet à court terme sur le chômage à l'intérieur des pays adhérents sera vraisemblablement défavorable.

Ces tendances entraînent sans doute la nécessité d'appliquer avec une vigueur particulière la stratégie européenne pour l'emploi dans les pays adhérents, et d'y mettre en place, le cas échéant, des dispositifs de sauvegarde spécifiques à titre transitoire. Mais, *a priori*, elles ne semblent pas en mesure de menacer significativement les performances d'ensemble de l'Union, ni de remettre en cause les objectifs pour l'horizon 2010 définis à Lisbonne en mars 2000 : en effectifs, les marchés du travail des dix pays adhérents ne représenteront pas plus de 20 % du marché du travail global de la future Union à 25. L'essentiel des performances de l'Union dépendra donc des tendances dans les 15 pays hôtes.

## La valeur de l'euro par rapport au dollar et les marchés d'actifs financiers et monétaires

Gilbert Koenig.

**L'évolution de la valeur de l'euro par rapport au dollar depuis 1999 semble déconnectée des «fondamentaux» qui sont sensés déterminer les taux de change. Cette déconnexion se manifeste notamment dans la phase de forte dépréciation de la monnaie européenne. Elle peut s'expliquer non seulement par les comportements des opérateurs privés sur les marchés des titres et par leurs répercussions sur le marché des changes, mais aussi par les conversions en dollars effectuées par les agents qui détiennent des monnaies européennes dans les économies officielles situées en-dehors de l'UEM et dans les économies souterraines**

Dès son instauration, l'euro se substitue aux monnaies de l'Union économique et monétaire (UEM) sur les marchés des changes et il s'impose rapidement sur les marchés financiers en tant qu'unité de compte. C'est ainsi que dès 1999, le volume des obligations émises en euros (780 milliards) a dépassé celui des obligations libellées en dollars (équivalent de 587 milliards d'euros). De plus, l'euro sert de moyen de règlement des transactions internationales, notamment entre les pays de l'UEM. Enfin, il entre dans la composition des réserves des Banques centrales des principaux pays non-européens. Le développement de ces fonctions permet d'espérer que l'euro s'imposera comme monnaie internationale au même titre que le dollar.

Mais cette extension dépend notamment de la confiance que suscite l'euro et qui incite les opérateurs internationaux à détenir des actifs libellés en monnaie européenne. Cette confiance se traduit, dans la perspective d'une concurrence entre l'euro et le dollar, par l'évolution des valeurs respectives de ces monnaies l'une par rapport à l'autre.

L'euro s'est sensiblement déprécié par rapport au dollar au cours de ses deux premières années d'existence. En 2001, cette dépréciation s'est nettement ralentie en moyenne annuelle, puis le cours de l'euro par rapport au dollar s'est engagé dans un mouvement d'appréciation qui s'est arrêté au second semestre 2002. Cette évolution qui semble être liée en grande partie aux mouvements de capitaux entre l'UEM et

les Etats-Unis semble paradoxale au regard des niveaux et des variations des taux d'intérêt et des taux de croissance observés dans les deux espaces économiques (1). Cette déconnexion entre les variations du taux de change et les variables fondamentales qui sont sensées l'influencer peut résulter des comportements spécifiques des opérateurs sur les marchés financiers internationaux et de leurs répercussions sur le marché des changes (2). Elle peut également provenir de phénomènes ponctuels qui exercent des effets directs sur le marché des changes. C'est ainsi que certains recoupements statistiques permettent de penser qu'une partie au moins de la dépréciation de l'euro survenue en 2000 et 2001 a été provoquée par une conversion massive en dollars des marks détenus en dehors de l'UEM et des monnaies européennes circulant dans les économies souterraines (3).

### **1 L'évolution apparemment paradoxale de la valeur de l'euro par rapport au dollar**

Lors de l'instauration de l'euro, les observateurs sont convaincus, dans leur majorité, que la monnaie européenne va s'apprécier par rapport au dollar. Cette conviction se fonde sur les anticipations portant sur les variables fondamentales qui, selon l'analyse théorique courante, influence le taux de change. On prévoit notamment un excédent commercial européen et un déficit américain important et croissant. De plus, on anticipe la fin de la croissance américaine et une expansion européenne stimulée par l'euro.

Mais l'euro se déprécie d'une façon continue par rapport au dollar d'environ 30% entre janvier 1999 et octobre 2000. Cette évolu

---

tion peut être attribuée en grande partie aux sorties importantes de capitaux européens vers les Etats-Unis à un rythme annuel de 208 milliards d'euros<sup>1</sup> ce qui permet de satisfaire les besoins de capitaux importants que l'épargne privée américaine ne peut pas combler. En effet, la demande de dollars contre des euros que suscitent les investissements européens aux Etats-Unis détermine une appréciation de la monnaie américaine qui est légèrement freinée par la demande d'euros contre des dollars résultant des entrées de capitaux américains en Europe à un rythme annuel moyen de 16 milliards d'euros.

L'ampleur et l'évolution des sorties nettes de capitaux européens vers les Etats-Unis ne semblent pas être justifiées par les variables fondamentales qui pourraient expliquer l'attrait des investisseurs européens pour l'économie américaine. En effet, les flux nets d'investissements européens vers les Etats-Unis s'accroissent de 57% de 1998 à 1999, alors que le différentiel des taux de croissance annuels qui sera retenu comme représentant les variables fondamentales réelles, ne varie pas pendant cette période. De 1999 à 2000, ces flux augmentent de 45%, alors que la différence entre les taux de croissance diminue de plus de la moitié en faveur de la zone euro.

L'importance et le sens des mouvements de capitaux ne semblent pas non plus se justifier par les fondamentaux financiers. En effet, les achats européens de titres de participation et d'obligations aux Etats-Unis diminuent de 10% de 1998 à 1999 en passant de 59 à 53 milliards d'euros et ils augmentent de 125% en atteignant 119 milliards d'euros en 2000. Or les différentiels des taux d'intérêt des obligations à 3 mois et à 10 ans s'accroissent de 1998 à 1999 en faveur des Etats-Unis et ils diminuent de 1999 à 2000 en faveur de la zone euro. Quant à l'indice américain des valeurs boursières Standard & Poor's 500, il augmente à peu près parallèlement à l'indice européen Dow Jones EuroStoxx de 1998 à 1999, mais il s'accroît nettement moins que ce dernier de 1999 à 2000.

En 2001, le taux de croissance américain diminue plus que le taux européen et les différentiels des taux d'intérêt de court et de long terme des obligations baissent en faveur de la zone euro. Quant à l'indice américain des valeurs boursières, il diminue légèrement moins que l'indice européen. Mais cette évolution des «fondamentaux» n'a pas réussi à inverser le sens des mouvements de capitaux qui restent favorables aux Etats-Unis. En effet, malgré une baisse de 40% par rapport à 2000, les sorties nettes de capitaux européens vers les Etats-Unis représentent encore 120 milliards d'euros. La diminution de ces sorties a contribué à freiner la dépréciation de l'euro par rapport au dollar qui se poursuit en moyenne annuelle avec des fluctuations, mais à un rythme plus faible que précédemment.

De janvier à septembre 2002, le différentiel de croissance augmente en faveur des Etats-Unis, les différentiels de taux d'intérêt des obligations s'accroissent en faveur de la zone euro et l'indice boursier américain se détériore nettement moins que l'indice européen. Or, les sorties nettes de capitaux européens vers les Etats-Unis diminuent et, après une légère dépréciation par rapport au dollar, la monnaie européenne s'apprécie jusqu'en juillet avant de se stabiliser dans une marge de 0,97 à 0,99 dollar pour un euro.

### **2 Une explication de l'évolution de la valeur internationale de l'euro fondée sur les comportements des opérateurs sur les marchés financiers et monétaires**

La déconnexion entre l'évolution de la valeur de l'euro par rapport au dollar et les variables fondamentales peut s'expliquer par la nature spécifique de certaines sorties de capitaux et par une reconsidération de la rationalité des comportements des opérateurs sur les marchés d'actifs financiers et monétaires. L'analyse de la structure des sorties de capitaux américains vers les Etats-Unis montre qu'une grande partie de ces mouvements est due à des décisions de nature stratégique.

En effet, 62% des sorties de capitaux réalisées de 1999 à 2001 sont formées par des investissements directs aux Etats-Unis. Ces investissements qui prennent surtout la forme d'opérations en capital social correspondent essentiellement à des activités de fusions et d'acquisitions destinées à renforcer la position des entreprises européennes aux Etats-Unis et à accéder aux technologies améri-

---

<sup>1</sup> Banque Centrale Européenne, « Les évolutions des flux d'investissements directs et de portefeuille dans la balance des paiements de la zone euro », *Bulletin mensuel*, juillet 2002, p. 65-70.

---

caines. L'augmentation des sorties de capitaux européens vers les Etats-Unis observée en 1999 correspond presque entièrement à celle des investissements directs qui s'accroissent de 53% par rapport à 1998. La valeur de ces investissements diminue nettement moins que celle des autres sorties de capitaux en 2001, ce qui lui permet de se maintenir à un niveau élevé en 2001 et en 2002.

Une partie des investissements de portefeuille qui constituent la seconde composante des sorties de capitaux européens semble également induite par des considérations stratégiques. En effet, il est probable que certains opérateurs ont acquis des titres américains pour diversifier leurs portefeuilles en réaction à une unification des risques attachés aux titres européens qui résulte de l'intégration des marchés financiers des pays de l'UEM. De plus, beaucoup d'entre eux sont séduits par les espérances de gains exceptionnels devant résulter de l'émergence d'une «nouvelle économie» qui doit rendre obsolète l'ancienne. Ces motivations expliquent en partie le doublement des investissements de portefeuille de 1999 à 2000.

On peut penser que les mouvements de capitaux entre la zone euro et les Etats-Unis qui ne sont pas expliqués par de telles considérations résultent de comportements irrationnels. En fait, selon P. De Grauwe, les décisions qui régissent une grande partie des investissements européens de portefeuille résultent d'une sorte de rationalité limitée qui conduit les agents à ne traiter qu'une partie des informations dont ils disposent<sup>2</sup>.

Selon cette conception, les agents qui ne connaissent pas avec certitude les variables fondamentales déterminant l'évolution du taux de change, sont incités à considérer l'appréciation du dollar par rapport à l'euro comme un signe de la solidité de l'économie américaine et à sélectionner les informations qui confirment leurs opinions. Ce processus de sélection correspond à des réactions rationnelles des agents en présence d'une incertitude importante. Il peut expliquer le doublement des investissements euro-

péens de portefeuille de 1999 à 2000 après l'appréciation importante du dollar résultant en grande partie de la forte hausse des investissements directs européens en 1999. En effet, cette appréciation a probablement incité les agents à privilégier les informations sur le taux de croissance élevé des Etats-Unis et sur les taux de rendement de leurs titres et à négliger celles portant sur l'amélioration sensible de la croissance de la zone euro et de la situation de ses marchés financier et monétaire. Cette sélection a conduit à des décisions qui ont renforcé la dépréciation de l'euro par rapport au dollar.

La confiance des investisseurs européens dans les Etats-Unis diminue progressivement car ils recueillent de moins en moins d'informations favorables sur l'économie américaine et car ils constatent un ralentissement net de l'appréciation du dollar et quelques fluctuations de sa valeur. Cela se traduit notamment par une baisse importante des achats d'actions américaines en 2001. Cette diminution s'accélère à partir de mai 2002, notamment à cause de la défiance suscitée envers le marché américain des actions par la révélation des pratiques comptables répréhensibles de certaines grandes entreprises américaines. L'appréciation de l'euro par rapport au dollar qui en résulte peut inciter les investisseurs à privilégier progressivement les informations sur l'économie de la zone euro au détriment de celles portant sur les USA, ce qui est susceptible de renforcer cette appréciation.

Mais cette évolution semble bloquée au second semestre 2002 par des informations contradictoires qui créent une grande incertitude sur les situations économiques des Etats-Unis et de la zone euro et qui suscitent des réactions d'attente reflétées par des fluctuations du taux de change dans une marge assez étroite.

L'incidence des mouvements de capitaux sur le rapport d'échange entre l'euro et le dollar est renforcée, notamment dans la période précédant l'instauration complète de la monnaie européenne, par le déficit de la balance courante européenne en 1999 et en 2000 et par la hausse du prix des importations de pétrole dont les recettes libellées en dollars ont probablement été utilisées en partie par leurs bénéficiaires à l'achat de titres américains. A ces effets peuvent s'ajouter ceux qui résultent des comportements moné-

---

<sup>2</sup> P. De Grauwe, Exchange rates in search of fundamentals : the case of the euro-dollar rate, *Discussion Papers of CEPR*, n°1575, octobre 2000.

---

taires autonomes des opérateurs sur le marché des changes.

### **3 La conversion en dollars des monnaies européennes détenues dans les économies officielles situées en dehors de la zone euro et dans les économies souterraines**

H.W. Sinn et F. Westermann<sup>3</sup> attribuent une grande partie de la dépréciation de l'euro par rapport au dollar à des comportements monétaires qui ne sont pas liés aux flux nets de capitaux entre les USA et l'Europe. Ces comportements concernent des agents qui ont adopté le mark dans les économies officielles situées en dehors de l'UEM et à ceux qui détiennent des monnaies européennes dans les économies souterraines existant dans l'UEM et dans les autres pays européens. Selon des estimations statistiques, les encaisses de ces deux catégories d'agents représentent entre 80 et 100 milliards d'euros en 1999. Cette masse de monnaie européenne ne semble avoir été transformée que très partiellement en euros. En effet, il est probable que les détenteurs de marks, notamment en Turquie et dans les pays de l'Europe de l'Est, mal informés sur la nature de l'euro et sur les modalités de conversion de leurs encaisses en cette nouvelle monnaie, ont préféré échanger totalement ou partiellement leurs marks, destinés à disparaître, contre des dollars ou d'autres monnaies qui leur paraissaient plus sûres que les euros. Selon des estimations effectuées en 1995, les marks circulant en-dehors de l'Allemagne correspondaient à un montant compris entre 30 et 45 milliards d'euros.

Quant aux agents qui participent aux économies souterraines, ils détiennent leurs encaisses en monnaies nationales européennes, estimées à plus de 50 milliards d'euros, essentiellement sous la forme de grosses coupures pour des raisons d'anonymat et de discrétion<sup>4</sup>. Mais en application des mesures de lutte contre le blanchiment de l'argent sale, ils ne peuvent pas convertir en euros de grosses quantités de liquidités en 2002 sans perdre leur

anonymat. De ce fait, ils s'efforcent de se débarrasser progressivement de leurs encaisses avant cette date. Mais comme l'euro fiduciaire n'existe pas avant 2002, ils sont obligés de convertir leurs liquidités en d'autres monnaies, notamment en dollars. Les opérations effectuées par ces deux catégories d'agents déterminent une dépréciation de l'euro qui est liée aux monnaies nationales des pays de l'UEM par un rapport fixe entre 1999 et 2002. Les monnaies européennes cédées contre des dollars par ces agents se retrouvent dans les encaisses d'institutions financières qui en utilisent une partie pour acquérir des obligations en euros émises par les autorités monétaires des pays européens. Les retours importants de marks dans les encaisses de la Banque centrale allemande enregistrés entre 1999 et 2002 par les statistiques monétaires semblent confirmer cette analyse. Il est cependant difficile de saisir statistiquement l'importance des incidences de ces comportements sur l'évolution de la valeur internationale de l'euro de 1999 à 2002. Il est possible qu'après l'instauration définitive de l'euro et la disparition des incertitudes sur sa nature et son statut, les agents qui avaient l'habitude de détenir des monnaies nationales européennes dans les économies souterraines ou dans les économies officielles en dehors de l'UEM décident d'accroître leurs encaisses en euros et contribuent ainsi à l'appréciation de la monnaie européenne. Un tel retour semble d'ailleurs être favorisé par la valeur importante des billets émis par la Banque centrale européenne (BCE) sous la forme de grosses coupures qui sont généralement peu utilisées par les résidents dans leurs transactions courantes.

Si la dépréciation de l'euro favorise l'emploi en stimulant les exportations de biens, elle risque aussi d'être une source d'inflation en renchérissant les prix des biens importés et de diffuser l'image d'une monnaie faible préjudiciable à la crédibilité des autorités monétaires. De ce fait, la BCE a tenté d'infléchir l'évolution de la valeur internationale de l'euro par sa politique de taux d'intérêt et par ses interventions sur le marché des changes. Le contrôle des taux d'intérêt s'est révélé peu efficace, dans la mesure où le taux de change est peu sensible à la variation du différentiel d'intérêt. Quant aux interventions sur le marché des changes effectuées notamment en novembre 2000,

---

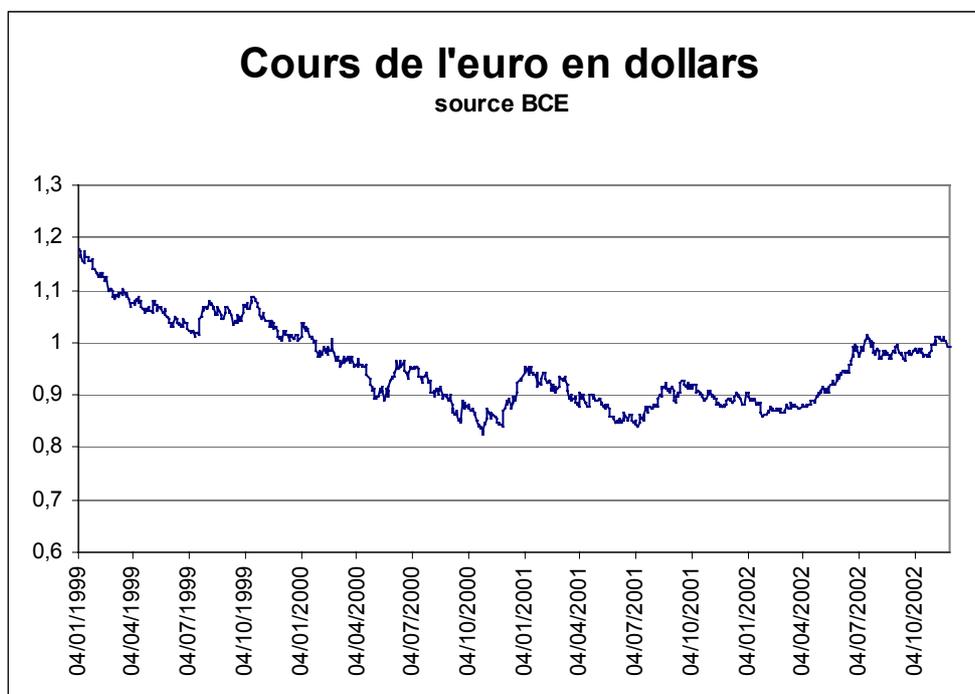
<sup>3</sup> H.W. Sinn et F. Westermann, "Why has the euro been falling? An investigation into the determinants of the exchange rate", *NBER Working Paper* n°8352, juillet 2001.

<sup>4</sup> G. Koenig, « La demande de grosses coupures et l'économie souterraine », *Document de travail du BETA*, n°2002-19, juillet 2002.

---

elles n'ont pas réussi à redresser le cours de l'euro. Elles semblent cependant avoir constitué un signal destiné aux opérateurs sur la valeur minimum de l'euro que la BCE est disposée à admettre avant une action plus vigoureuse. Ce signal semble avoir été perçu dans la mesure où la valeur mensuelle moyenne de l'euro par rapport au dollar n'est plus descendue en

dessous du niveau atteint en octobre 2000. On peut espérer que la BCE émettra également un signal pour signifier au marché des changes sa volonté de ne pas voir s'apprécier l'euro d'une façon trop importante dans le contexte de la basse conjoncture installée en 2002 et prévue pour 2003.



## Les marchés d'actions : quelle place pour l'Europe?

Patrick Roger

**Le 22 septembre 2000, les bourses de Paris, Bruxelles et Amsterdam ont fusionné pour créer Euronext, la première bourse transnationale. Il est permis de penser que ce mouvement de concentration va se poursuivre, même si l'état actuel des marchés financiers ne pousse pas à l'optimisme. Les objectifs de cette fusion sont clairs ; proposer une gamme de produits élargie et augmenter l'efficacité et la transparence des transactions en uniformisant les procédures de négociation et de cotation. Dans une perspective plus large, il s'agit aussi, bien évidemment, de positionner favorablement le marché européen face à ses concurrents nord-américains et asiatiques.**

Cet article est destiné à faire un point quantitatif<sup>1</sup> sur l'importance de ces marchés européens<sup>2</sup> d'actions par rapport aux autres grands marchés mondiaux. Nous nous restreindrons ici aux comparaisons avec les marchés nord-américains<sup>3</sup> et ceux de la zone Asie-Pacifique<sup>4</sup>. Cette présentation succincte s'appuie sur trois séries de mesures de stocks et de flux ; le nombre des entreprises cotées ainsi que le nombre d'entreprises rayées de la cote ou nouvellement cotées, les capitalisations boursières et enfin le nombre de titres ainsi que les volumes échangés.

### Le nombre d'entreprises cotées

Le tableau I donne, dans sa partie supérieure, pour chacun des marchés agrégés, le nombre de sociétés cotées en bourse à la fin des années 2000 et 2001 ainsi que la variation en pourcentage entre les deux dates. De plus, une distinction est faite entre les entreprises domestiques et les entreprises étrangères, ce qui est un indicateur de l'internationalisation des

différents marchés. Il faut noter que, même si nous avons restreint l'analyse à trois zones représentant environ 27000 sociétés cotées, celles-ci représentent environ 85% de l'ensemble des sociétés cotées de par le monde.

On constate immédiatement que le marché européen regroupe un tiers des firmes cotées, devançant ainsi largement la zone Asie-Pacifique. Il est cependant bon de noter que les deux tiers des 9312 firmes cotées en Europe le sont sur quatre marchés, à savoir la Deutsche Börse (983), Euronext (1132), Londres (2332) et Madrid (1480).

Le pourcentage de firmes étrangères cotées, de l'ordre de 10%, est similaire en Europe et en Amérique du Nord, indiquant un degré proche d'internationalisation de ces deux marchés. Il s'agit cependant d'une interprétation un peu rapide des données agrégées dans la mesure où la zone européenne regroupe quinze pays alors que l'Amérique du Nord comprend ici uniquement les Etats-Unis et le Canada. Il est clair que si l'on considérait comme sociétés étrangères cotées en Europe uniquement celles dont le siège n'est pas situé dans l'un des quinze pays, ce pourcentage chuterait fortement.

Les deux parties inférieures du tableau I indiquent, quant à elles, la rotation des sociétés sur les marchés en précisant le nombre de firmes radiées et le nombre de firmes introduites. Il y a à ce stade une différence très nette dans les évolutions

---

<sup>1</sup> Les statistiques utilisées proviennent de la World Exchanges Federation et peuvent être téléchargées sur [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org).

<sup>2</sup> Les pays retenus sont la Grèce, l'Espagne (Barcelone, Bilbao, Madrid, Valence), le Danemark, l'Allemagne (Deutsche Börse), la France, la Belgique et les Pays-Bas regroupés dans+ Euronext (comprenant les bourses de Paris, Bruxelles et Amsterdam), la Finlande, l'Irlande, l'Italie, le Portugal, le Royaume-Uni, le Luxembourg, la Suède, l'Autriche.

<sup>3</sup> Les places retenues sont Amex, Canadian Venture Exchange, Chicago, Nasdaq, NYSE, Toronto.

<sup>4</sup> Les pays retenus sont l'Australie, Hong Kong, Corée du Sud, Nouvelle Zélande, Japon (Osaka et Tokyo), et Singapour

---

européenne et américaine<sup>5</sup> dans la mesure où les radiations sont beaucoup plus nombreuses sur le marché américain. Ces chiffres ne permettent cependant pas d'en tirer des conclusions tranchées quant au dynamisme des économies car les règles institutionnelles en matière de cotation et de radiation sont différentes d'un pays à l'autre. De plus les radiations ne constituent pas forcément un signal négatif car certaines d'entre elles peuvent provenir de fusions et donc d'un phénomène de concentration qui serait plus important aux Etats-Unis et au Canada. Ceci reste toutefois une hypothèse, les données disponibles ne permettant pas de trancher ce point. En effet, si l'on considère les 5% (en nombre de firmes cotées) de sociétés les plus capitalisées, elles représentent en moyenne 65% de la capitalisation boursière sur les marchés nord-américains<sup>6</sup> contre 69% sur les marchés européens, ce qui ne constitue pas une différence significative compte tenu de la méthodologie employée pour obtenir ces pourcentages<sup>7</sup>.

### Les capitalisations boursières

Les données de capitalisations boursières donnent une image différente de l'importance des trois zones. Précisons toutefois qu'il s'agit des capitalisations des entreprises domestiques uniquement. La différence est très nette à ce niveau puisque le marché nord américain représente plus de deux fois le marché européen à la fin de l'année 2001. Pendant cette période, la baisse est de l'ordre de 20% en Europe et dans la zone Asie-Pacifique, soit le double de la variation du marché américain. Cette évolution est due, pour une grande part, à

l'évolution des indices mais aussi, puisqu'il s'agit de capitalisations agrégées, au solde entre les nouvelles sociétés cotées et celles qui ont été rayées de la cote pendant cette période, ce dernier argument restant toutefois marginal. En effet, les indices américains ont perdu entre 5,6% pour l'AMEX Composite Index et 21,1% pour le Nasdaq Composite Index, le Dow Jones perdant simplement 7,2%, alors que les quatre grands marchés européens ont perdu entre 15 et 25% dans le même temps.

### Les volumes de transaction

Si l'on s'intéresse maintenant à la mesure de flux la plus classique, à savoir le volume de transactions réalisées sur les différents marchés, il convient d'être prudent dans le choix des unités. En effet, ce volume peut être mesuré en nombre de titres échangés et c'est, dans une certaine mesure, la meilleure approche du volume d'activité puisqu'elle neutralise les effets d'évolution des prix et de taux de change. Toutefois, elle ne permet pas d'évaluer l'importance des échanges dans l'absolu.

En conséquence, nous présentons ci-après les données correspondant au nombre de titres échangés<sup>8</sup> (tableau III) ainsi que les montants échangés. Les statistiques de la WFE étant fournies en devises locales, nous avons converti ces montants en dollars US (tableau IV).

Précisons tout d'abord que la baisse importante du nombre de titres échangés dans la zone Asie-Pacifique est due principalement au recul de 35% des échanges à Hong-Kong, qui présente bien évidemment une situation particulière. L'évolution des deux autres zones est comparable avec une progression du nombre de titres échangés de 10,4% pour l'Amérique du Nord et de 16% pour l'Europe. Toutefois cette progression doit être analysée avec prudence compte tenu de la baisse des prix unitaires des titres pendant cette période. En fait, si l'on considère le nombre de transactions et non plus le nombre de titres, on observe une stabilité en Amérique et une baisse de 5% en Europe<sup>9</sup>. Par ailleurs, le

---

<sup>5</sup> La rubrique Nombre de Sociétés Cotées n'étant pas renseignée en 2000 pour le Canadian Venture Exchange, nous avons considéré que le nombre était identique à celui de 2001. Par ailleurs, le lecteur pourra constater qu'il existe un léger écart (pour l'Europe et la zone Asie-Pacifique) entre le nombre de sociétés cotées fin 2001 et ce nombre fin 2000 auquel on ajoute les nouvelles sociétés et l'on retranche les sociétés radiées. Nous n'avons pas d'explication de cet écart mais il reste marginal par rapport aux données considérées et n'est donc pas susceptible de fausser les interprétations.

<sup>6</sup> Précisons toutefois que ces données ne sont pas disponibles pour le Canadian Venture Exchange.

<sup>7</sup> Nous avons calculé les moyennes de ces pourcentages sur les marchés considérés, ce qui est très différent d'un calcul consistant à considérer toutes les sociétés, européennes par exemple, et à calculer la capitalisation globale du quantile à 5% supérieur.

---

<sup>8</sup> Pour le nombre de titres échangés sur le Canadian Venture Exchange en 2001, non renseigné, nous avons supposé que la variation était identique à celle observée sur le marché de Toronto, soit une baisse de 8,7%.

<sup>9</sup> Les données de la zone Asie-Pacifique ne sont pas significatives car nous ne possédons pas les informations de Tokyo et Singapour.

---

niveau absolu du nombre de titres échangés ne peut faire l'objet d'interprétations pertinentes car les pratiques d'un marché à l'autre peuvent être différentes quant au prix unitaire. A titre d'exemple, il peut arriver que lorsqu'une action fait l'objet de contrats d'options négociables, une opération sur titres (multiplication du nombre de titres en circulation) soit réalisée de façon à diminuer le prix unitaire du sous-jacent sans que cela ait une influence sur la valeur de la firme considérée.

Si l'on analyse maintenant les données concernant les montants échangés, il apparaît que le marché nord-américain traite des volumes bien plus importants que le marché européen et le marché Asie-Pacifique. Par contre l'évolution entre 2000 et 2001 est très contrastée puisqu'il y a quasi-stabilité pour l'Europe et baisse très importante pour l'Amérique du Nord et l'Asie. Deux effets permettent d'expliquer cette évolution différenciée. Le premier concerne l'évolution du taux de change puisqu'il fallait 1,06512 euro à la fin 2000 pour acheter un dollar US alors que ce taux de change était de 1,1231 à fin 2001. La seconde explication est liée au Nasdaq dont le volume d'échange a été divisé par deux entre 2000 et 2001, cette division étant uniquement liée à la chute des cours des valeurs technologiques puisque le nombre de titres échangés a augmenté entre 2000 et 2001.

### Conclusion

Le point chiffré réalisé dans cet article n'a pas la prétention de faire une comparaison approfondie des marchés financiers de trois grandes zones économiques mais simplement de rappeler des éléments statistiques permettant de donner une idée plus précise de l'importance relative des marchés d'actions. Il apparaît clairement que l'Europe des quinze est loin d'être négligeable de ce point de vue. Il est tout aussi clair cependant que, même si un mouvement de fusion des bourses de valeurs a vu le jour avec la création d'Euronext, un long chemin reste à parcourir puisque l'un des plus grands marchés financiers européens, la bourse de Londres, est situé dans un pays n'ayant pas adopté l'Euro. Il nous semble, mais ce point de vue est personnel et donc subjectif, que l'union européenne des marchés boursiers ne pourra être réalisée de manière efficace tant que le Royaume-Uni restera en dehors de l'Euro.

**Tableau 1 Nombre de firmes cotées, radiées et nouvelles**

	2001			2000			Variation 2001/2000 en %
	Total	Cies nationales	Cies étrangères	Total	Cies nationales	Cies étrangères	
Amérique	11061	10069	992	11829	8239	1013	-6,49%
Europe	9312	8352	960	8856	7845	1011	5,15%
Asie -Pacifique	7128	6886	242	6987	6740	247	2,02%
<b>Firmes rayées de la cote</b>							
Amérique	1465	445	39	1252	495	57	17,01%
Europe	591	510	81	593	529	64	-0,34%
Asie -Pacifique	195	179	16	141	118	23	38,30%
<b>Nouvelles firmes cotées</b>							
Amérique	697	616	81	770	770	185	-27,02%
Europe	1093	1048	45	1338	1338	97	-23,83%
Asie -Pacifique	384	366	18	620	620	31	-41,01%

Source : World exchange federation.

---

## LES GRANDES ORIENTATIONS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

**Tableau II : Capitalisation boursière (en millions de dollars US)**

	2001	2000	Variation 2001 / 2000 en %
Amérique	14.523.689,7	16.051.926,0	-9,52%
Europe	6.841.883,2	8.470.442,0	-19,23%
Asie –Pacifique	3.504.589,8	4.512.102,9	-22,33%

*Source : World exchange federation.*

**Tableau III : Nombre de titres échangés ( en millions)**

	2001	2000	Variation 2001 / 2000 en %
Amérique	838.061,3	759.378,1	10,36%
Europe	1.291.289,4	1.107.261,3	16,62%
Asie –Pacifique	2.085.817,6	2.882.478,9	-27,64%

*Source : World exchange federation.*

**Tableau IV : Volumes de transactions (en millions de dollars US)**

	2001	2000	Variation 2001 / 2000 en %
Amérique	23.413.432,5	33.633.625,1	-30,39%
Europe	18.691.561,5	18.849.486,1	-0,84%
Asie –Pacifique	2.648.241,3	3.677.401,1	-27,99%

*Source : World exchange federation.*

---

## **La gestion concertée du risque systémique : la quête d'une bonne gouvernance.**

**Gabriel Bissiriou.**

**Les récentes crises financières des pays émergents semblent avoir pour origine des instabilités bancaires plus ou moins fortes, ébranlant à maintes reprises l'édifice financier mondial. Ces instabilités témoignent de la diversité des problèmes que rencontrent les pays émergents dans l'adaptation de leurs systèmes bancaires au cadre actuel de la globalisation financière. L'abondance d'épargne internationale mal maîtrisée sur les marchés émergents d'Asie ou d'Amérique latine contraste avec la double pénurie d'épargne interne et externe des pays d'Afrique. Cette diversité des problèmes bancaires souligne l'accroissement et l'internationalisation du risque systémique (risque de liquidité, risque de contagion). D'où la question centrale que nous nous posons : comment les récents développements de la théorie de l'intermédiation financière contribuent-ils à mieux cerner les besoins d'une réglementation bancaire adaptée à la réalité multiforme actuelle des pays du Sud ? En d'autres termes, comment la gestion de ce risque systémique est-elle appréhendée par le renouvellement actuel de la théorie de l'intermédiation bancaire ? Cet article tente d'y répondre à travers une double démarche :**

- *d'abord*, en explorant les fondements microéconomiques qui sous-tendent la logique interne des banques dans la gestion du risque systémique,**
- *ensuite*, en analysant les solutions suggérées par cette théorie pour corriger les imperfections bancaires dans leur gestion du risque systémique.**

### **Les fondements microéconomiques de la gestion bancaire du risque systémique.**

L'approche dominante actuelle justifiant la raison d'être des banques repose sur la capacité de ces dernières à réduire l'asymétrie d'information due à l'imperfection des marchés financiers. Leur capacité unanimement reconnue fait référence à deux types d'asymétrie d'information : la première exprime la capacité des banques à assurer une liquidité optimale des dépôts de leurs clients (gestion du passif des banques); la seconde est relative à l'aptitude des banques à mieux gérer l'information dont elles disposent sur la rentabilité des projets financés (gestion du passif des banques). La conjonction de ces deux fonctions principales des banques peut être source, non seulement d'économies d'échelle, mais également d'instabilité du

système financier, donc d'accroissement du risque systémique.

Il y a risque systémique lorsque la défaillance d'une banque importante, dans sa fonction de provision de liquidité, est susceptible de provoquer, par un effet de contagion, la faillite de l'ensemble du système financier. La compréhension de ce phénomène passe d'abord ici par l'examen succinct des principes d'une demande de liquidités délivrées et gérées par les banques, pour ensuite explorer ses extensions actuelles (contexte actuel de la globalisation financière).

#### *1) Les principes d'une demande de liquidités délivrées et gérées par les banques*

Les principes d'une demande de liquidités délivrées et gérées par les banques s'articulent autour de trois points essentiels : premièrement, les banques sont plus aptes que les marchés financiers à assurer à tout moment la

liquidité des dépôts individuels de leurs clients en offrant un système optimal d'assurance-dépôts; deuxièmement, ce contrat bancaire optimal de dépôts, défini dans le cadre d'un processus de retraits lié à l'information partielle (ou privée) détenue par chaque déposant, révèle néanmoins l'existence de situations multiples, dont notamment celles probables des ruées bancaires (afflux massif et inopiné de demandes de retraits) ; troisièmement, la généralisation possible de cette panique à l'ensemble de l'économie pose le problème de l'instabilité du système bancaire sur le plan macroéconomique.

L'instabilité bancaire tire donc sa source non seulement de l'effet conjugué des risques spécifiques à chaque déposant et du risque systémique (risque d'illiquidité, voire d'insolvabilité), mais également de l'asymétrie d'information induisant des phénomènes d'aléa de moralité (comportements erratiques de certains déposants mal informés). Cette instabilité peut être jugulée, soit par l'introduction dans le contrat d'une clause de suspension de la convertibilité des créances des déposants en liquidités en cas de ruées bancaires (fermeture des guichets), soit par le rées-compte hâtif des titres bancaires auprès d'un prêteur en dernier ressort (notamment la banque centrale). Ces deux instruments, identifiables à de simples transferts, selon certains, contribueront à stabiliser les contrats bancaires tout en préservant le bien-être collectif.

Ce référentiel théorique de l'intermédiation bancaire, dont la validité et la robustesse ont été abondamment testées, se trouve désormais confronté à la globalisation financière et donc aux nouveaux défis du risque systémique.

Une des critiques majeures faites à ce référentiel théorique tient au fait que la liquidité des actifs ne soit pas liée aux activités des marchés financiers. Ceci fait abstraction du contexte actuel de la globalisation financière. Ces différentes observations montrent le besoin constant d'adaptation du corpus théorique de l'intermédiation financière endogène à l'évolution des transformations rapides de la sphère financière actuelle.

2) *Les extensions du référentiel théorique au contexte actuel de la globalisation financière:*

Le potentiel théorique du modèle dominant est ainsi exploité dans des directions diverses. Nous retiendrons ici trois principales directions de recherche : celle de l'interaction bénéfique entre banques et marchés financiers (pertinente dans le cas des pays émergents, du fait de la faible participation des déposants aux marchés financiers peu développés), celle plus dynamique des analyses intergénérationnelles dans le cadre de la croissance durable (étude des mérites respectifs des banques et des marchés financiers dans la fourniture de liquidités) et enfin celle plus embryonnaire d'une approche plus intégrée du système financier. Si la première et la seconde voies cherchent à réduire l'asymétrie d'information due aux imperfections des marchés financiers (approche institutionnelle), la troisième (encore embryonnaire) tente d'explorer les fonctions assurées par les banques et les marchés financiers dans l'allocation permanente des ressources (approche fonctionnelle). L'idée sous-jacente à cette approche fonctionnelle est qu'à long terme, les fonctions restent plus stables que les institutions. En d'autres termes, les besoins fonctionnels persistent tandis que les institutions évoluent (changent, se transforment) dans le temps et dans l'espace (flexibilité d'adaptation aux mutations financières et technologiques). L'absence de cadre théorique solide de cette approche fonctionnelle souligne actuellement ses limites.

Ces fondements microéconomiques sont-ils suffisants pour mieux comprendre les crises actuelles et élaborer des instruments de régulation appropriés au contexte actuel de la globalisation financière ? C'est ce que nous tenterons d'apprécier dans les modes de régulation du risque systémique.

### **Les modes actuels de régulation du risque systémique**

L'apport des théories microéconomiques de l'intermédiation bancaire aux réflexions sur les modes appropriés de régulation de l'instabilité financière globale actuelle réside, entre autres, dans le compromis néolibéral du modèle. En effet, bien que la logique sous-jacente à ce modèle souligne la primauté de la discipline de marché sur la régulation officielle, elle tente néanmoins de justifier le bien fondé d'une intervention publique renforçant les capacités optimales des banques dans la réduction de l'asymétrie d'informations due à l'imperfection des marchés financiers. En d'autres termes, la vulnérabilité

---

intrinsèque des banques aux chocs de liquidité les amène à se prémunir contre ces risques, soit par l'introduction dans les contrats d'une clause de suspension de conversion des créances (fermeture des guichets), soit par le réescompte des titres bancaires auprès d'un prêteur en dernier ressort (banque centrale).

Les interventions régulatrices suggérées par ces fondements microéconomiques peuvent s'articuler autour de deux axes : d'abord celles des régulations visant à améliorer l'assurance-dépôts liée à l'aléa de moralité ; ensuite, celles des régulations alternatives.

### *1) L'efficacité d'un système d'assurance-dépôt et l'aléa de moralité afférente*

Le paradigme sous-jacent au rôle des banques dans la réduction de l'asymétrie d'information reste la théorie de l'équilibre général des marchés incomplets. Dans ce cadre théorique, deux thèses s'opposent :

- celle pour qui l'existence d'un système de dépôt (privé ou public) se justifie par le caractère optimal et incitatif de partage des risques entre déposants ;
- celle pour qui ce système de dépôts serait plutôt source de distorsions dans la structure des risques liés aux portefeuilles bancaires.

En admettant l'existence ex ante d'une clause de suspension de la convertibilité des dépôts en liquidités (fermeture des guichets), la première thèse élimine ainsi toute tentative de comportements erratiques des déposants et préserve ainsi le caractère optimal de l'assurance-dépôts. Cette thèse renforce l'opinion selon laquelle la banque fédérale américaine, en s'opposant à la fermeture des guichets bancaires, aurait suscité de bien plus graves difficultés au cours des crises antérieures (crises de 1929 et précédentes).

Selon la seconde thèse, la détention d'information privée par les banques sur la probabilité de réaliser des profits substantiels peut amener ces dernières à une prise de risques excessive en détenant des portefeuilles de titres et de prêts plus risqués. Les espérances de gains dépassent largement les risques de retraits inopinés des déposants, l'assurance-dépôt garantissant de surcroît contre le risque de

liquidité. Les effets de distorsions de ces choix structurant l'actif des bilans bancaires, les deux types d'aléa moral (concernant l'asymétrie d'information sur les opportunités d'information et l'existence même de l'assurance-dépôt, n'incitant pas à la prudence), affaiblissent la discipline de marché défendue par la première thèse.

L'opposition plus ou moins tranchée de ces deux analyses reflète le compromis néolibéral des débats actuels sur la stabilité de la sphère financière internationale. L'avantage d'une assurance-dépôt complète repose sur l'élimination des ruées bancaires. L'inconvénient majeur réside dans le fait que ces agences de dépôts ont vu leurs responsabilités s'étendre aux fonctions de contrôle des actifs bancaires et de capitalisation appropriée des banques assurées. Si l'objectif d'un tel contrôle est d'éviter des investissements bancaires excessifs, il subsiste néanmoins le risque d'aléa moral engendré par l'absence de responsabilisation des banques et donc de défaut d'exercice de la discipline de marché inhérente au modèle. La maîtrise actuellement recherchée de l'instabilité financière internationale s'apparente à cette approche pragmatique privée-public. Ce compromis pragmatique, proche du libéralisme encastré keynésien, reste pour l'instant inachevé dans ses réponses aux défis du risque systémique. La récurrence des crises financières des pays émergents interpelle sur les problèmes de gouvernance de la finance globalisée. Pour certains, cette finance globalisée serait, non seulement instable, mais également inégalitaire. De récentes analyses montrent que les pays émergents les moins touchés par les crises récentes et ayant tiré le meilleur bénéfice de la finance globalisée sont (la Chine et l'Inde) ceux qui ont su contrôler leur ouverture internationale, ne serait-ce qu'en attendant de consolider leurs propres systèmes financiers.

### *2) Le rôle du prêteur en dernier ressort dans la gestion du risque systémique*

L'alternative au système d'assurance-dépôt réside dans la possibilité d'intervention d'un prêteur en dernier ressort. L'intervention du prêteur en dernier ressort doit être distinguée de l'assurance-dépôt (qui assure à la fois la prévention et la gestion du risque systémique). Il s'agit d'une action de nature exceptionnelle, car elle ne se produit qu'en période de crise et constitue un acte hors-marché destiné à rétablir les conditions

d'autorégulation de la discipline de marché. Ces interventions sont donc rares et utilisées dans le cadre national. C'est donc par essence un risque qui concerne en priorité les banques centrales nationales. Dans le cadre actuel de la finance globalisée, la recherche d'une gouvernance publique pour maîtriser les différentes sources d'inefficacité ou de fragilité accentue la nécessité d'un prêteur en dernier ressort. Si, sur le plan des Etats-nations, ce rôle est clairement attribué aux

banques centrales qui ont aussi le pouvoir monétaire, il suscite par contre des problèmes de coordination sur le plan international. Les débats récents sur la fonction d'un prêteur international en dernier ressort sous la forme d'une banque centrale mondiale concluent au caractère peu réaliste de cette proposition. Les alternatives à cette proposition ont trait aux moyens de garantir la crédibilité des structures collectives de gestion des crises.

### **Pour les fondements théoriques de cette problématique :**

Diamond D. et Dybvig S. , Bank runs , deposit insurance and liquidity,  
*Journal of political economy*, 1983.

Bernanke B. et Gertler M. , Agency costs and business fluctuations,  
*American Economic Review*, 1989.

## Les relations économiques entre l'Union européenne et la Chine.

### Meixing Dai

#### L'état actuel de l'économie chinoise.

Après plus de 20 ans de réformes et d'ouverture économiques, la Chine est devenue une puissance économique mondiale et se situe en termes de PIB (qui passe de \$216,2 mds en 1980 à \$1157,8 mds en 2001) derrière les Etats-Unis, le Japon, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni. Selon une étude du FMI en 1998, son PIB, en termes de pouvoir d'achat, est même passé devant celui du Japon. Les échanges extérieurs ont été multipliés par plus de 20 avec un ratio exportations / PIB atteignant 25%. La réserve de devises a atteint \$212,7 mds fin 2001 et \$260 mds en novembre 2002, soit la 2e plus importante du monde. Après une moyenne de 9% sur plus de 20 ans, la Chine vise une croissance de 7% jusqu'en 2005. Quelques économistes polémiquent récemment sur l'exactitude des statistiques chinoises en arguant que les données officielles surévaluent la croissance car les responsables locaux ont tendance à avancer des chiffres meilleurs que la réalité. Cependant, l'existence croissante des entreprises privées peut conduire à une sous-évaluation de la croissance car ces dernières ont intérêt à sous-estimer leur production afin de réduire des impôts. On estime d'ailleurs l'économie souterraine au tiers du PIB.

Les investissements directs étrangers (IDE) en Chine ne cessent de croître depuis 20 ans. Ils ont augmenté très fortement ces dernières années dans l'anticipation de l'adhésion de la Chine à l'OMC. En 2001, la Chine est placée au deuxième rang des pays d'accueil après les Etats-Unis en attirant \$49 mds promis dont \$32 mds utilisés. En 2002, une enquête américaine révèle que la Chine est devenue la destination la plus attractive pour les IDE. La Chine est devenue ainsi le premier pays d'accueil des IDE. La hausse des IDE s'est accompagnée de la libéralisation d'un nombre croissant de secteurs (y compris les services tels que la distribution, la banque, les assurances, le tourisme, etc.).

Les IDE, avec le transfert de technologies et de savoir-faire qui en résultent, ont permis en 20 ans à la Chine de devenir un important centre de fabrication industrielle au niveau mondial.

Le système financier développé sous l'égide de l'Etat reste fragile. Le marché boursier, sur lequel sont cotées surtout les sociétés contrôlées par l'Etat, est extrêmement spéculatif et souvent manipulé par des opérateurs peu scrupuleux. Le système bancaire, à force d'accorder des crédits aux entreprises étatiques déficitaires, est susceptible de crouler sous le poids de créances douteuses lorsque le secteur est ouvert à la concurrence étrangère ou/et privée.

La Chine adopte un système de change fixe par rapport au dollar américain avec des mesures de contrôle de change qui s'assouplissent de plus en plus. Le taux de change est sous-évalué en termes de pouvoir d'achat, ce qui permet à la Chine de rester compétitive mais limite le pouvoir d'achat des biens étrangers des consommateurs chinois. Les excédents commerciaux et les entrées de capitaux étrangers permettent à la Chine de constituer de confortables réserves de devises en dollars. Ces différents éléments expliquent pourquoi la Chine est à l'abri de la crise asiatique en 1997 et des crises économiques et financières qui sévissent actuellement dans le monde, à l'exception de la bourse chinoise qui dégonfle.

Derrière ces données globales, les observateurs constatent qu'il y a un développement inégal important entre les régions côtières et intérieures, entre les villes et les zones rurales. Par ailleurs, l'inégalité sociale est de plus en plus manifeste. A côté des enrichissements spectaculaires, le chômage de masse commence à se développer sans que le système de protection sociale ne soit prêt pour y faire face.

#### Les relations économiques entre l'UE et la Chine

L'Union européenne (UE) occupe la 3<sup>e</sup> place, juste après le Japon et les Etats-Unis, dans le commerce extérieur de la Chine. L'UE a vu son faible excédent commercial des années

1980 se transformer en déficit dans les années 1990. En 2001, les importations de l'UE en provenance de la Chine se chiffrent à \$67,3 mds et les exportations de l'UE vers la Chine à \$26,5 mds. Il en résulte un solde négatif de \$40,8 mds pour l'UE. Ce déficit est dû à la nature des produits européens et chinois. La Chine exporte des biens de consommation grand public bon marché et l'Europe exporte vers la Chine essentiellement des biens d'équipement. La demande chinoise est faible pour les biens de consommation européens, chers pour les consommateurs moyens. Par ailleurs, la politique qui consiste à encourager les entreprises chinoises et étrangères à exporter et à substituer les importations par la production locale continuera à exercer ses effets dans le proche avenir.

Au niveau d'IDE, en 2000, l'UE était le plus gros investisseur direct étranger (en excluant Hong Kong), avec \$4,5 mds réalisés. En 2001, les flux d'IDE européens réalisés étaient de \$2,9 mds (juste derrière les Etats-Unis avec \$3,4 mds et le Japon avec \$3,0 mds). En effet, les entreprises européennes anticipent des perspectives de développement important des relations économiques sino-européennes après l'entrée de la Chine dans l'OMC. L'admission effective de la Chine dans l'OMC à la fin 2001 a conforté les investisseurs étrangers et a donné un nouvel élan aux IDE européens qui augmentent sensiblement durant les trois premiers trimestres de 2002 par rapport à 2001. Les IDE de l'UE en Chine ne représente néanmoins que 3% de ce que l'UE fait à l'étranger. Il reste donc un potentiel important dans ce domaine.

Pour combler les retards technologiques avec les pays développés, la Chine se fixe comme priorité, d'une part la modernisation des industries et des infrastructures de base et d'autre part le développement des nouvelles technologies (les technologies de l'information, la micro-électronique, la biotechnologie, les nouveaux matériaux et les technologies aérospatiales, etc...). Dans des secteurs traditionnels tout comme ceux de nouvelles technologies, l'UE a des cartes importantes à jouer. Les IDE de l'UE en Chine aident et vont aider encore la Chine dans ses efforts de restructuration et de modernisation. Le gouvernement chinois cherche d'ailleurs à établir avec le

Conseil de l'UE un mécanisme de dialogue en faveur des investissements et il se tient prêt à renforcer les échanges d'information en matière juridique, réglementaire et politique pour faciliter les investissements dans les deux sens et les coopérations au niveau des entreprises en recherche et développement (R&D). Il faut noter que les IDE chinois dans l'UE sont anecdotiques et les coopérations en R&D rares.

### **Les opportunités et les défis pour l'UE**

La Chine est un marché important et en croissance pour les produits européens. Après l'adhésion de la Chine à l'OMC, des obstacles à l'importation des produits européens seront progressivement levés et cela favorisera l'accroissement des exportations de l'UE vers la Chine. En contrepartie, les obstacles aux exportations chinoises vers l'UE seront également réduits en nombre et en importance. Par conséquent, l'impact sur le solde de la balance commerciale de l'UE ne sera pas connu *a priori*. Sur le plan des IDE, la Chine doit ouvrir des secteurs qui étaient auparavant fermés (notamment, la distribution, la banque, l'assurance etc.) aux sociétés européennes. Les IDE européens réussis sont de plus en plus nombreux. Une source d'inquiétude pour les entreprises européennes est que certaines entreprises chinoises peu scrupuleuses produisent des produits de contrefaçon et violent des droits de propriété industrielle. La Chine s'efforce actuellement de lutter contre ces phénomènes. Ces luttes nécessitent du temps et des moyens humains et financiers immenses d'autant que les fraudeurs sont mobiles et volatiles. Des progrès restent à faire.

Il résulte, en partie, des IDE européens en Chine, la désindustrialisation, les pertes d'emplois et l'alourdissement des charges pour le système de sécurité sociale dans l'UE. Bien que les entreprises deviennent plus compétitives en se délocalisant et captent une part plus grande de la valeur ajoutée pour les actionnaires et des salariés privilégiés, les autres risquent de payer le prix. Si les entreprises délocalisent trop vite sans développer suffisamment d'activités à valeur ajoutée plus élevée dans l'UE, le marché du travail de l'UE risque de se trouver sous pression, d'autant que les délocalisations en Chine pourraient ne pas concerner que des industries traditionnelles, mais aussi les industries les plus récentes tant au niveau de fabrication qu'au niveau de R&D. Il y a un

---

nombre croissant de produits dont la production chinoise est excédentaire et occupe une place prépondérante sur le marché mondial. L'UE dispose des mesures de protection, telles que la politique anti-dumping, l'imposition de quotas ou le relèvement des normes techniques pour empêcher l'importation massive de certains produits, mais avec le risque de voir la Chine appliquer des mesures de rétorsion. En effet, beaucoup de cas d'anti-dumping sont discutables du point de vue chinois car les prix des produits concernés sont réellement bas en Chine. Ces mesures ne constituent que des moyens de protection temporaires car elles seront contestées par les sociétés chinoises. A plus long terme, le déficit commercial de l'UE ne peut être absorbé que grâce à l'élévation des salaires et l'amélioration de la sécurité sociale en Chine, ce qui augmentera les coûts de production et la demande pour les produits européens.

En tant que grand pays, la Chine cherche à développer tous les secteurs. Elle est un partenaire indispensable et un concurrent potentiel pour l'UE. La Chine produit non seulement des biens de faible teneur en technologie (textiles, jouets) mais aussi des produits de haute technologie (ordinateurs, téléphones mobiles) en les exportant sur le marché mondial. En effet, les IDE en 20 ans (d'un montant total cumulé à plus de \$600 mds) ont permis de former des ouvriers et ingénieurs chinois, devenus compétitifs et payés à des salaires peu élevés. En outre, à la différence des autres pays asiatiques, qui abandonnent des secteurs à faible valeur ajoutée, la Chine ne délaisse aucun secteur. L'inégalité entre les régions fait que, lors de l'introduction de nouveaux secteurs, deux solutions se présentent pour les anciens: soit ils se délocalisent vers des régions moins développées, soit ils attirent des employés d'origine paysanne pour continuer à fonctionner à bas coûts. Une expansion débridée des capacités de production à bas coût entraîne depuis des années des surproductions et une importante pression sur les prix intérieurs chinois. Cette dernière se transmet via des exportations à des pays développés et contribue à la lutte contre l'inflation dans les années 1980 et au maintien de la stabilité des prix dans les années 1990 dans l'UE avec le risque d'entraîner la déflation dans le futur.

### **La politique de l'UE en matière de relations économiques avec la Chine**

Les relations économiques entre la Chine et l'UE s'inscrivent dans une stratégie globale qui vise à accroître les échanges économiques entre l'Europe et l'Asie. Le développement de ces échanges est capital pour maintenir le rôle leader de l'économie européenne dans l'économie mondiale et il devrait être assuré, selon la Commission Européenne, par une présence forte et coordonnée au niveau institutionnel et au niveau des entreprises afin de garantir l'intérêt de l'UE soient pleinement pris en compte dans cette région.

Les relations économiques entre l'UE et la Chine débutent véritablement en 1978 avec la signature du premier accord de commerce entre l'UE et la Chine. Il s'ensuit un second accord, plus étendu, de commerce et de coopération en 1984. L'UE a établi sa délégation permanente en Chine en 1988. Un an après, l'UE a conclu un accord sectoriel dans le domaine du textile avec la Chine. Les relations d'échange ne cessent de se développer dans le cadre du soutien de l'UE à l'adhésion de la Chine à l'OMC et maintenant dans celui de la mise en œuvre des engagements de la Chine après son adhésion à l'OMC. En 20 ans, l'UE soutient constamment les efforts de réformes et d'ouverture économiques de la Chine. L'accent actuel de l'UE est mis sur la libéralisation du commerce avec la Chine et l'ouverture du marché chinois pour les entreprises européennes. Ayant une population active importante et des sociétés étatiques peu compétitives, la Chine a peu d'intérêt à ouvrir tous les secteurs à la concurrence étrangère plus vite que n'exigent ses engagements vis-à-vis de l'OMC. De son côté, l'UE, soucieuse de préserver des emplois et protectrice de ses industries traditionnelles, pourra continuer à utiliser les armes de protection (anti-dumping, quotas ou auto-restriction des exportations). En exigeant l'abolition des barrières pour entrer sur le marché chinois, il est nécessaire pour l'UE de donner une contrepartie, c'est-à-dire ouvrir davantage les marchés des produits manufacturés traditionnels.

Au niveau monétaire, les coopérations et les dialogues entre la BCE et la Banque Centrale chinoise devraient continuer à se développer. Dans le futur, la Chine n'a pas intérêt à attacher sa monnaie au dollar US, et il est de l'intérêt de l'UE de convaincre la Chine sur la

---

solidité de l'euro afin de faire convertir une part importante de sa réserve de devises en euro. Cela confortera l'euro dans son rôle de monnaie internationale.

Dans une perspective de long terme, les relations économiques entre l'UE et la Chine sont étroitement liées aux relations politiques. De bonnes relations politiques et des dialogues fructueux sur divers sujets importants (l'environnement, les droits de l'homme, l'immigration clandestine,...) seront propices au développement des relations économiques entre les deux parties. Il existe des sujets sur lesquels la position de l'UE diverge sensiblement de celle de la Chine. Cette divergence peut impacter défavorablement les relations

économiques lorsque l'une ou l'autre partie veut peser sur celles-ci pour faire valoir son point de vue.

Les coopérations en sciences et technologies au niveau des universités et des entreprises ainsi que les échanges de personnes (étudiants, chercheurs, hommes d'affaires, ...) vont permettre d'amplifier et d'intensifier les relations économiques entre l'UE et la Chine sur le long terme. Ces échanges constituent un vecteur de communication de l'UE pour promouvoir l'image moderne de l'UE en Chine. D'autres efforts de communication de longue haleine et active sont nécessaires pour dynamiser l'image de l'UE en Chine et la rendre plus attractive.

## De Lomé à Cotonou. La nouvelle politique européenne de coopération. La dimension commerciale de l'intégration régionale

Francis Kern et Claire Mainguy

**Les pays d'Afrique -Caraïbes - Pacifique (ACP) et de l'Union Européenne (UE) ont décidé la mise en place d'une zone de libre-échange entre eux dans le cadre d'un accord signé à Cotonou le 23 juin 2000. L'accord redéfinit l'ensemble de la coopération européenne et fait suite aux accords de Lomé (1975-2000). Il abandonne le système de préférences commerciales qui prévalait jusque là pour des « accords de partenariat économique » (APE) dont un des principaux buts est d'appuyer les initiatives d'intégration régionale entre pays ACP. Les négociations des APE commencent en septembre 2002.**

Le nouvel accord repose sur la remise en cause du modèle de relations Nord-Sud sur lequel étaient fondés les accords de Lomé mais il prend aussi en compte l'évolution du contexte international et l'évolution des préoccupations des pays membres de l'UE.

Bien que cela ne constitue pas un pré-requis, une «intégration profonde», sur le modèle de l'UE, apparaît clairement comme un facteur favorable lors de la négociation d'un APE qui se concrétiserait par la réalisation d'une zone de libre-échange entre une région du Sud et l'UE.

L'orientation choisie par l'accord de Cotonou est d'autant plus importante que des développements théoriques récents tendent à montrer que les accords commerciaux Nord-Sud (zones de libre-échange ou unions douanières) sont plus favorables à un processus de convergence des économies que les accords Sud-Sud.

### 1 Les limites des accords de Lomé

Dans le domaine commercial, deux originalités des accords de Lomé doivent être évoquées : les mécanismes de stabilisation des recettes d'exportation et le système de préférences commerciales. Le stabex et le sysmin avaient été conçus dans le but de limiter l'impact des fluctuations des cours sur les recettes d'exportations de matières premières agricoles et de produits miniers des pays ACP et les fonds versés devaient notamment permettre une

diversification. Les bilans sont plutôt négatifs, soit en raison du mécanisme lui-même, soit en raison de sa mise en oeuvre. En premier lieu, les fonds étaient insuffisants pour répondre aux besoins et le mode de calcul des versements ont focalisé les transferts sur un nombre limité de pays et de produits. En second lieu, des abus ont conduit à rechercher plus de transparence et donc un contrôle plus important de la part de la Communauté européenne. De ce fait, les délais nécessaires au décaissement sont devenus incompatibles avec l'objectif de stabilisation. De plus, l'utilisation des fonds du stabex n'a pas permis la diversification souhaitable.

Le système de préférences accordées par la communauté européenne est également vivement critiqué pour son manque de résultats. Malgré quelques exceptions notables comme l'île Maurice avec le textile, il n'a pas empêché la marginalisation commerciale d'un grand nombre de pays ACP. Le manque de compétitivité des économies ACP les a souvent empêchées de bénéficier des préférences accordées sur un grand nombre de produits. Et, finalement, les négociations commerciales multilatérales qui se sont traduites par une baisse significative des barrières douanières, ont entraîné une érosion significative des préférences.

Ce constat s'inscrit dans un contexte de «fatigue de l'aide», une lassitude des opinions publiques et des gouvernements renforcée par les contraintes budgétaires et la diminu

tion des pressions politiques liées au clivage Est-Ouest.

L'évolution de la coopération européenne est aussi le reflet des évolutions internes : les accords de Lomé signés en 1975 cherchaient à prendre en compte les liens historiques des pays membres de l'époque. Les centres d'intérêt des 15 membres actuels se sont élargis à d'autres zones géographiques (Asie du Sud-Est, Amérique Latine, les pays méditerranéens. L'élargissement de l'U.E. aux pays de l'Est tend probablement aussi à distendre les liens privilégiés établis avec les pays du Sud.

In fine, les accords préférentiels ne sont pas compatibles avec les règles fondamentales de l'OMC.

### **2. Le modèle de l'intégration européenne dans l'accord de Cotonou**

L'U.E. est l'exemple unique d'une dynamique d'intégration économique qui « transcende » une simple zone de libre échange voire une union douanière. L'accord de Cotonou prend en compte cette originalité et préconise de diffuser non pas le modèle spécifique d'intégration qu'est aujourd'hui l'U.E. mais les dynamiques d'intégration économique régionale dans l'espace A.C.P.

Le double pari de l'accord est premièrement de considérer que la dynamique d'intégration régionale va permettre une accélération de la croissance et des capacités de développement des A.C.P., deuxièmement que dans le cadre de la libéralisation des échanges impulsée par l'O.M.C. la meilleure manière d'éviter une marginalisation des pays les moins avancés (dont 38 sur 47 appartiennent aux A.C.P.) est de leur permettre de s'intégrer dans des communautés économiques régionales qui seront les seules à bénéficier d'accords de libre échange avec l'U.E.

La constitution d'un marché régional permettra de stimuler la production industrielle et agricole de chaque économie nationale, condition nécessaire pour la croissance de leurs exportations qui pourront bénéficier des accords de libre échange avec l'U.E.

L'histoire de l'intégration économique européenne nous rappelle que ce n'est pas seulement la constitution d'un marché commun puis unique qui a porté la crois-

sance. L'élargissement du marché européen a essentiellement reposé sur la dynamique des nouvelles formes d'organisation du travail et de la production et des dispositifs institutionnels conduisant à des compromis sociaux sur la répartition des gains de productivité. Cette remarque illustrerait les limites d'une approche de l'intégration en termes de relations commerciales comme l'envisage l'accord de Cotonou.

Néanmoins la mesure des effets intrinsèques de l'intégration régionale peut apporter une réponse au moins partielle au défi du développement des pays ACP sachant que les échanges commerciaux ne constituent qu'un des volets de l'accord.

### **3- La convergence au sein des intégrations régionales Nord-Sud ?**

L'intégration régionale entre pays à faibles revenus peut entraîner des divergences de revenus réels alors qu'une intégration Nord-Sud (entre des pays à revenus faibles et élevés) conduirait à une convergence des revenus, d'après Venables (2000).

Dans le cas d'une intégration Sud-Sud, une zone de libre-échange peut générer une diversion de flux commerciaux pour les pays ayant les avantages comparatifs les plus éloignés de la moyenne mondiale. Autrement dit, d'une part, une partie de la production pourrait se délocaliser vers les pays de la zone ayant l'avantage comparatif le plus proche de la moyenne mondiale (création de flux) et, d'autre part, une partie des produits qui venaient auparavant du marché mondial pourraient venir des autres pays de la zone en raison de l'abaissement des barrières douanières (diversion). Les risques de diversion seraient plus grands pour le pays dont les avantages comparatifs sont les plus éloignés de la moyenne mondiale. Il pourrait perdre en termes de revenus réels.

Ces analyses posent des questions à deux niveaux pour ce qui concerne l'accord de Cotonou. D'une part, ils encouragent, dans un premier temps, des accords régionaux qui seraient pour la plupart de nature Sud-Sud. Or, certains échecs d'expériences d'intégration régionale notamment en Afrique de l'Est (marché commun d'Afrique de l'Est dans les années soixante) et en Afrique de l'Ouest (CEAO) mettent effectivement en évidence le problème de la répartition des gains et des pertes de l'intégration régionale. D'autre part, une zone de libre-échange avec l'union européenne serait, elle, de nature Nord-Sud et donc a priori une force de convergence.

---

Etant donné les structures d'exportation des économies ACP traditionnellement spécialisées sur des produits primaires, il paraît aussi essentiel d'analyser les effets de ces accords régionaux en termes d'instabilités.

### **Conclusion**

Les accords de libre échange s'inscrivent dans des accords plus larges évoqués ci-dessus, les Accords de Partenariat Economiques, qui incluent les questions de financement des projets et programmes de développement. Nous analyserons dans un prochain bulletin les interactions qui peuvent exister au sein des Accords de Partenariat Economique entre libre échange et développement

### **Bibliographie**

Bocquet D. (2000), La nouvelle politique européenne de coopération , *Les notes bleues de Bercy*, n°187, du 16 juillet au 31 juillet 2000.

Commission européenne (2000), Accord de partenariat ACP-UE signé à Cotonou le 23 juin 2000, *Courrier ACP-UE*, septembre 2000.

Gabas J.-J. (dir) (1999), L'Union Européenne et les pays ACP, GEMDEV, Karthala.

GEMDEV (1998), La convention de Lomé en questions, Karthala.

Venables A. J. (2000), Les accords d'intégration régionale : facteurs de convergence ou de divergence ?, *Revue d'économie du développement*.

---

***L'euro***  
***vecteur d'identité européenne.***

Auteurs :

Bernard Ancori, Meixing Daï, Michel Dévoluy, Giuseppe Diana, Sylvie Duchassaing,  
Gilbert Koenig, Pierre-Guillaume Méon, Stéphane Seel, Moïse Sidiropoulos

Sous la direction de Gilbert Koenig

L'euro peut s'imposer durablement dans l'espace européen non seulement à cause de ses avantages économiques, mais aussi grâce à sa capacité de susciter un sentiment d'appartenance à cet espace. Cet ouvrage se propose d'étudier dans une perspective historique et économique, comment l'instauration de l'euro peut contribuer au développement d'un tel sentiment.

En tant que monnaie commune à plusieurs pays, l'euro établit des liens sociaux, économiques et juridiques entre les Européens, ce qui suscite un sentiment d'attachement à une communauté. De plus, il délimite l'espace européen vis-à-vis du reste du monde, ce qui favorise l'affirmation d'une appartenance des citoyens à l'Europe par rapport à l'extérieur. Cette affirmation se traduit notamment par une volonté de détenir une monnaie forte et susceptible de jouer un rôle important dans le système monétaire international.

En tant que facteur d'intégration, l'euro façonne une organisation économique, politique et sociale à laquelle les Européens peuvent s'identifier. Ce rôle s'exerce essentiellement par l'intermédiaire de la Banque centrale européenne qui gère la monnaie commune, de l'agencement des politiques macroéconomiques que celle-ci engendre et des relations de travail qui s'établissent dans l'union monétaire.

Cet ouvrage est diffusé dans le cadre des publications de l'Observatoire des Politiques Economiques en Europe (OPEE).

---

**Edité aux: Presses Universitaires de Strasbourg, 2002, 333 p, ISBN 2-86820-201-2**

**Prix 22 €**

---

Gérard Lang

**20 juin**

**Pacte de Stabilité et de Croissance ( P.S.C.)** : Au Conseil de Madrid, la France s'engage à une réduction du déficit budgétaire en 2003 lui permettant «*d'atteindre en 2004 une position proche de l'équilibre*». Dans une déclaration unilatérale, elle précise que cet objectif ne pourra être atteint que si la croissance est d'au moins 3% par an d'ici là. Le texte signé demande en outre à la France de compenser les baisses d'impôts sur le revenu (5 % dès 2002 ,soit l'équivalent de 2,7 milliards d'Euros) par des économies visant à «*réduire à moyen terme son niveau de dépenses publiques*» et «*d'élaborer sans délai une réforme globale de son système de retraite*».

Le 27 juin, un rapport commandé par le Premier Ministre français ,Jean-Pierre Raffarin, indique que les déficits publics se sont creusés (2,3 à 2,6% du PIB contre 1,4 % en 2001).

**21 - 22 juin**

Le Conseil européen réuni à Séville adopte une première série de mesures visant à limiter l'immigration clandestine et réaffirme la volonté de boucler fin 2002 les négociations pour l'adhésion de dix nouveaux pays à l'Union européenne en 2004.

**26 juin**

Début d'une crise qui secouera les marchés financiers américains et européens durant l'été : après le scandale *Enron* aux Etats-Unis (décembre 2001) et des manipulations frauduleuses chez *Xerox* et d'autres, l'entreprise américaine *WorldCom* avoue avoir gonflé ses bénéfices depuis janvier 2002 (elle sera déclarée en faillite le 21 juillet : c'est la plus grande faillite de l'histoire des Etats-Unis).

Propagation d'un vent de panique sur les Bourses européennes. Le 16 juillet, devant la Commission bancaire du Sénat américain, Alan Greenspan, le Président du Fed, déclare que *la falsification et la fraude détruisent le capitalisme* et reconnaît «*avoir eu le tort de penser que le marché seul pourrait résoudre le problème*».

**1<sup>er</sup> juillet**

Début de la présidence danoise de l'Union européenne.

**15 juillet**

L'**Euro** atteint la parité avec le dollar pour la première fois depuis janvier 1999. (Il avait atteint son niveau le plus bas - 0,8225 \$ - en octobre 2000).

**15 juillet**

La Commission présente ses propositions de réforme des financements de la **Politique Agricole Commune ( PAC)**. Elle propose en particulier que les aides au revenu des agriculteurs (28 milliards d'Euros en 2001) soient *découplées* de ce qu'ils produisent.

**30 juillet**

**Europe-USA**. L'O.M.C. donne son feu vert à l'Union Européenne pour imposer des sanctions douanières à hauteur de 4 milliards \$ sur les importations en provenance des Etats-Unis. C'est la plus lourde sanction autorisée par l'O.M.C . dans ses arbitrages.

**20 Août**

Les inondations catastrophiques en Europe centrale obligent la Commission à mobiliser les sommes programmées au titre des Fonds structurels . Le 28, elle révèle le montant de l'aide prévue de 0,5 à 1 milliard d'Euros dès 2002. Elle propose la création d'un Fonds spécial , ressuscitant ainsi l'ancien Fonds d'aide en cas de catastrophes naturelles, supprimé par le Parlement européen en 1997. Elle en précisera les modalités le 18 septembre.

Romano Prodi , le Président de la Commission , déclare que les intempéries ne pouvaient servir *d'excuse pour contourner le Pacte de Stabilité*.

**24 septembre**

**PSC** . La Commission annonce qu'elle renonce à exiger l'équilibre budgétaire en 2004, repoussant cette échéance à 2006. En contrepartie, la France, l'Allemagne, l'Italie et le Portugal devront s'engager à réduire leurs déficits *structurels* de 0,5 % du PIB chaque année.

Elle déclare vouloir lancer un avertissement à la France dont le déficit (2,6 % pour 2002) reste «*dangereusement trop près du seuil des 3%*»

---

---

## LES ÉVÉNEMENTS MARQUANTS (JUIN 2002 — NOVEMBRE 2002)

En réponse, lors du Conseil des Ministres de l'U.E. du 7 octobre, le Ministre des Finances français, Francis Mer, déclare qu'il y avait *d'autres priorités en France*, par exemple celle qui consistait à *augmenter les dépenses militaires*: «*Nous sommes encore dans une Europe où la politique budgétaire et la politique tout court d'un Etat restent sous son contrôle*».

### 9 octobre

**Elargissement.** Romano Prodi présente au Parlement européen la liste des dix pays candidats qui, remplissant les critères d'adhésion, sont prêts à entrer dans l'union dès janvier 2004. Pour 2004-2005, l'Union consacra 40 milliards d'Euros (soit 0,15% du PIB des Quinze) à l'intégration des dix nouveaux adhérents.

### 16 octobre

**PSC .** La Commission appelle le Conseil, qui le fera le 5 novembre, à lancer au **Portugal** une recommandation pour l'obliger à adopter avant le 5 mai 2003 des mesures destinées à ramener son déficit budgétaire excessif (4,1% du PIB en 2001) au-dessous de 3%. Le 6 novembre, le Premier ministre portugais, Durao Barroso, annoncera le gel de 50% des dépenses publiques pour ramener le déficit à 2,8% du PIB en 2002.

Le **18 octobre**, en déclarant au Monde que «le Pacte de stabilité est stupide comme toutes les décisions qui sont rigides», Romano Prodi déclenche une vive émotion.

### 20 octobre

**Irlande :** par 63,89% des voix, les Irlandais adoptent par référendum le Traité de Nice sur l'élargissement de l'Union européenne.

### 22 octobre

**Marché unique.** Le Tribunal de Première Instance de la Cour de Justice de l'Union Européenne à Luxembourg annule le veto qu'avait émis la Commission en octobre 2001 au rapprochement de deux leaders mondiaux de l'équipement électrique basse tension - les français Schneider et Legrand. Le **25 octobre**, il annule de même le veto à la fusion de deux entreprises, suédoise et française (Tetra Laval-Sidel), dans la production de bouteilles en plastique : c'est la troisième annulation d'un veto de la Commission. (La première étant du 6 juin 2002).

### 25 octobre

**USA :** Publication du montant du déficit budgétaire fédéral : 159 milliards \$, premier déficit depuis 1997 et le plus important depuis 1995.

### 25 octobre

**PAC.** Signé à Berlin, le compromis franco-allemand sur la PAC prévoit pour la période 2003-2013 un plafond des dépenses agricoles à prix courants à leur niveau de 2006, soit 39 milliards d'Euros avec possibilité d'aller jusqu'à un plafond de 45,3 milliards. C'est ce dernier montant qui sera finalement adopté au Conseil européen de Bruxelles le 26 octobre. Ce compromis, ainsi que la remise en cause par la France du rabais consenti chaque année à la Grande-Bretagne, provoquent une crise franco - britannique.

**Elargissement.** Le Conseil réuni à Bruxelles ouvre la voie à l'élargissement de l'UE à 10 nouveaux Etats, qui bénéficieront d'environ 40 milliards d'Euros de crédit d'engagement dans les trois premières années d'adhésion. En 2007 entrera en vigueur le nouveau cadre financier européen qui devra être négocié en 2006. Il n'est fait aucune allusion au rabais consenti au Royaume-Uni.

### 4 novembre

Lors du Conseil, les Ministres des Finances allemand et français estiment que le **Pacte de Stabilité** «ne permet pas, en l'état, de conduire des politiques économiques capables d'inspirer confiance aux investisseurs et aux consommateurs» et proposent d'affiner le Pacte en tenant compte, en plus du déficit budgétaire et de la dette publique, d'autres paramètres reflétant la situation spécifique des Etats membres : l'inflation, l'emploi, la qualité de la préparation de l'avenir (retraites, santé, investissements, etc...). Hans Eichel réitère sa promesse de ramener en 2003 le déficit allemand au-dessous de 3% mais souligne aussi que «avec un taux d'inflation de 1,4 % en 2002, l'Allemagne est une ancre de stabilité dans l'Union» : c'est parce que certains Etats - souvent très critiques vis-à-vis de l'Allemagne - ont des taux d'inflation supérieurs à 3% (Irlande : 4,8 %, Pays-Bas : 3,9%, Grèce : 3,8%, Espagne : 3,6%, soit un groupe pesant moins de 20 % du PNB européen) que la BCE se voit contrainte de ne pas baisser ses taux directeurs.

---

**6 novembre**

**USA :** La Réserve Fédérale baisse d'un demi - point son taux directeur à **1,25 %**.  
L'**Euro** repasse le 7 au-dessus de 1 \$ : 1,004 \$.

**7 novembre**

La décision de la **BCE** de maintenir son taux directeur à 3,25 % provoque des tensions au sein du Conseil de la Banque : «L'irritation de la BCE à l'égard du non-respect de la discipline budgétaire de certains pays l'a dissuadée de baisser ses taux».

**13 novembre**

**PSC :** Au nom de la Commission, le Commissaire chargé des questions financières, Pedro Solbès, annonce le lancement de la procédure, qu'elle officialisera le 18, pour *déficit excessif* à l'encontre de l'Allemagne (dont le déficit devrait atteindre 3,8 % du PIB en 2002 et 3,1 % en 2003) et d'un *avertissement* (ou *procédure d'alerte précoce* - *early warning*) à l'encontre de la France dont le déficit risque de dépasser 3 % en 2003. Le Conseil des Ministres tranchera lors de sa réunion du 3 décembre. Elle souligne aussi *la lenteur préoccupante de la réduction de l'endettement public* des pays les plus endettés de la zone Euro (Italie, Belgique, Grèce).

Le 18 novembre, le gouvernement allemand du Chancelier Schröder lancera un plan de hausse de la fiscalité afin de ramener le déficit en-deçà de 3 % (prélèvement forfaitaire de 15 % sur les plus-values boursières et immobilières).

La Commission publie ses prévisions d'automne : pour la zone Euro, elle revoit à la baisse ses prévisions de croissance (0,8 % en 2002 et 1,8 % en 2003); taux d'inflation: 2,3 % en 2002 et 2 % en 2003 ; taux de chômage stabilisé à 8,2 % en 2002. .

**27 novembre**

**PSC .** La Commission préconise le renforcement de la coordination des politiques budgétaires Elle réaffirme l'objectif central de finances publiques saines et viables pour la stabilité de l'euro . Elle émet 5 propositions en vue d'améliorer l'interprétation du pacte de stabilité ainsi qu'un programme en quatre points pour améliorer la mise en œuvre du PSC.

**OBSERVATOIRE DES POLITIQUES ECONOMIQUES EN EUROPE**

Pôle économique de gestion et d'économie (PEGE) – 61, avenue de la Forêt Noire —67085  
Strasbourg Cedex Email : [thierry.stolle@urs.u-strasbg.fr](mailto:thierry.stolle@urs.u-strasbg.fr) Site Internet : <http://opee.u-strasbg.fr>

Prix au numéro : 5 €                      Abonnement : 10 €

Directeur de la publication : Michel Dévoluy, Chaire Jean Monnet

Coordination rédactionnelle : Francesco De Palma, Giuseppe Diana

Imprimé dans le cadre des Universités Louis Pasteur (ULP) et Robert Schuman (URS).

Numéro ISSN . 1298-1184.

Co-responsabilité de l'OPEE : Michel Dévoluy et Moïse Sidiropoulos.

Ont participé à la rédaction de ce bulletin : Gabriel Bissiriou, URS (GRICE - TIPEE) — Meixing Dai, Maître de Conférences, ULP (BETA - THEME) — Michel Dévoluy, Professeur, URS (GRICE – TIPEE) — Francis Kern, Professeur, ULP (BETA - ECHANGE) — Gilbert Koenig, Professeur, ULP (BETA - THEME) – Gérard Lang, ULP (BETA - THEME) — Claire Mainguy, Maître de Conférences, URS (GRICE - TIPEE) — Patrick Roger, Professeur, (LARGE) — Guy Tchibozo, Maître de Conférences ULP (BETA - CEREQ).

Conception graphique : Pierre Roesch, Strasbourg, — Mise en page : Thierry Stollé.