

Réalité et déboires de l'espace conjoncturel européen : une régulation sans croissance ?

Jacky Fayolle,

Département des diagnostics de l'OFCE

Paul-Emmanuel Micolet,

Stagiaire au département des diagnostics de l'OFCE

L'histoire du capitalisme industriel met en évidence la formation et la dissolution d'espaces conjoncturels rassemblant un ensemble de pays aux cycles fortement corrélés. A cet égard, le renforcement, depuis une quinzaine d'années, d'un espace conjoncturel européen est relevé par une série d'études récentes. L'étude précise de la corrélation des cycles français et allemand et de ses modalités, sur les trois dernières décennies, montre cependant qu'il ne s'agit pas d'un phénomène entièrement neuf. Les cycles de la France et de l'Allemagne sont fortement synchronisés, depuis déjà assez longtemps, parce qu'ils répondent à des impulsions communes de demande interne et externe. C'est cependant la corrélation des demandes internes privées, et non celle des demandes publiques, qui a contribué, jusqu'au début des années quatre-vingt-dix, à cette synchronisation. En ce sens, la convergence budgétaire européenne en cours constitue un changement sensible, si elle doit engendrer une mise en phase durable des impulsions publiques.

La relation entre le cycle européen et le cycle américain est de nature duale. Elle fait jouer les effets d'entraînement exercés par l'économie américaine mais aussi des effets d'éviction. Ceux-ci passent par la compétition entre les exportations américaines et européennes et par l'impact des asymétries financières sur les demandes privées de chacune des deux zones. Ces effets d'éviction sont à la source des déphasages cycliques fréquents entre les Etats-Unis et l'Europe.

Cette caractérisation comparée des cycles américain et européen sur longue période amène à relever l'ambivalence de la désynchronisation persistante et croissante des mouvements conjoncturels de ces deux zones depuis une quinzaine d'années. L'espace européen gagne en consistance et, en son sein, les facteurs d'homogénéisation des conjonctures, qu'il s'agisse de la densité des interdépendances commerciales ou de la convergence des politiques économiques, l'emporte rapidement sur les forces de différenciation, qui sont notamment passées par les mouvements de change durant ces dernières années. En même temps, cette régionalisation de la conjoncture européenne ne signifie pas une indépendance accrue vis-à-vis des influences monétaires et financières en provenance des Etats-Unis.

L'Europe subit l'impact persistant et négatif des modalités, notamment des mouvements de change et d'intérêt, grâce auxquelles les Etats-Unis assurent la régulation conjoncturelle de leur croissance. Ce double aspect incite à s'interroger sur les conditions d'émergence d'une véritable régulation conjoncturelle à l'échelle européenne, qui facilite l'accès collectif des pays européens à leur sentier de croissance potentielle.

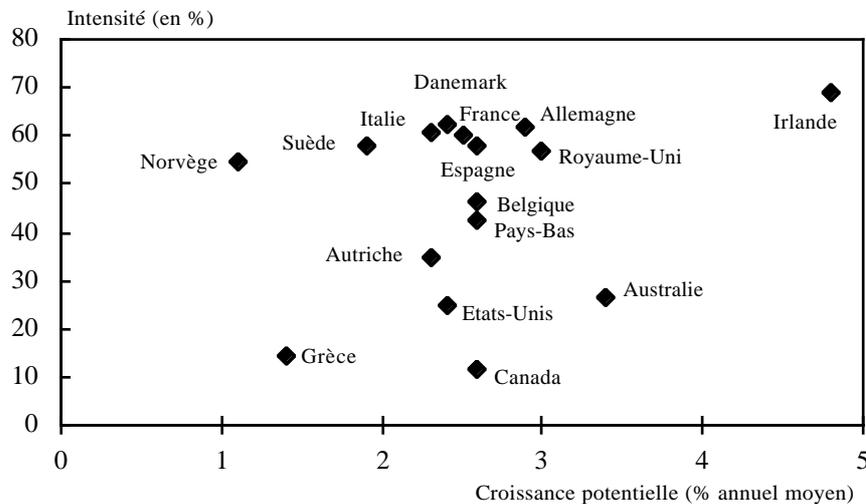
L'histoire du capitalisme industriel met en évidence la formation et la dissolution d'espaces conjoncturels rassemblant un ensemble de pays aux cycles fortement corrélés (Vidal, 1989). Le Royaume-Uni a été le pivot d'un tel espace au XIX^e siècle. Sa régulation était singulièrement complexe puisqu'elle combinait la synchronisation des cycles courants de l'activité, des prix et du commerce (du type Juglar) avec la désynchronisation, entre métropoles et pays neufs, des cycles d'accumulation (de type Kuznets), au rythme plus lent. La synchronisation conjoncturelle était particulièrement prononcée, durant le régime d'étalon-or, entre le Royaume-Uni et les autres pays européens, en premier lieu la France (Morgenstern, 1959). Avant la première guerre mondiale, un espace continental centré sur l'Allemagne s'affirme plus nettement. Entre les deux guerres, les fluctuations des Etats-Unis et celles de pays neufs ou périphériques se rapprochent, mais l'instabilité de l'économie américaine, notamment d'origine financière, ne fait guère de cet espace flou un havre de calme conjoncturel : les mouvements de capitaux amplifient les répercussions des fluctuations nord-américaines, en particulier lorsque les faillites bancaires poussent à des rapatriements de capitaux. Pendant ce temps, l'espace conjoncturel européen se défait, même si, pris ensemble, les pays européens deviennent plus sensibles aux à-coups américains.

Des conditions préalables (la proximité géographique, l'homogénéité des niveaux de développement, la réciprocité des dépendances) favorisent la formation de tels espaces mais elles ne sont pas toujours nécessaires, ni suffisantes, au vu de la diversité des expériences historiques. L'existence d'institutions et d'opérateurs transnationaux solidarissant différents pays joue son rôle. A cet égard, le renforcement, depuis une quinzaine d'années, d'un espace conjoncturel européen est relevé par une série d'études récentes.

Mis à part les cas particuliers de petits pays (d'un côté, la Grèce, handicapée par une difficile adaptation structurelle ; de l'autre, l'Irlande, plate-forme pour les investissements étrangers), les pays de l'Union européenne se caractérisent par des performances voisines de productivité globale des facteurs et de croissance potentielle (graphique 1). Cette communauté se retrouve pour la croissance effective, comme le montrent par exemple les calculs de cointégration menés par Reichlin (1989) sur le quart composé de la France, de l'Allemagne, de l'Italie et du Royaume-Uni.

Partageant une tendance commune à long terme pour les variables représentatives de l'activité agrégée, les pays européens manifestent également de fortes solidarités conjoncturelles pour ces mêmes variables. Des études aux méthodologies diverses, couvrant généralement la période allant des années soixante aux années quatre-vingt-dix, accréditent l'existence d'un « noyau dur » européen, au sein duquel la corrélation réciproque des fluctuations des PIB et des demandes intérieures est significative, forte et synchrone ¹. Il est principalement composé de l'Allemagne, de la France et du Benelux, mais peuvent s'y adjoindre des pays du Nord et du Sud de l'Europe (Royaume-Uni mis à part le plus souvent). Selon Bouthevillain (1995, 1996), la synchronisation des cycles européens est particulièrement marquée lors des points de retournement des cycles majeurs, alors que les fluctuations intermédiaires semblent être plus spécifiques à chaque pays. Cette solidarité conjoncturelle, présente dès les années soixante, s'est affirmée depuis la fin des années soixante-dix, en même temps que les fluctuations de ce noyau dur s'éloignaient de celles des pays anglo-saxons (Etats-Unis et Royaume-Uni tout particulièrement). Artis et Zhang (1995), qui examinent les fluctuations industrielles au mois le mois, attribuent cette évolution à la mise en place du SME,

1. La croissance potentielle du PIB des pays de l'OCDE et son intensité (1986-1993)



Légende : l'intensité de la croissance potentielle est le rapport des gains de productivité globale des facteurs au taux de cette croissance. Elle exprime la part prise par le progrès technique dans la croissance potentielle.

Source : OCDE, calculs OFCE.

1. Voir les études suivantes : Bayoumi et Eichengreen (1992), Brander et Neusser (1992), Artis et Zhang (1995), Bouthevillain (1995, 1996), Christodoulakis et alii (1995), Economic Commission for Europe (ECE), United Nations (1995), Rubin et Thygesen (1996).

intervenue en 1979, qui aurait constitué une véritable rupture. Il reste qu'il est difficile de distinguer analytiquement l'impact de ce changement de l'effet d'autres événements, comme le choc pétrolier de 1979-80 ou la réorientation monétariste des politiques économiques. Au demeurant, le calcul d'indices de synchronisation des cycles (Fayolle et Micolet, 1997) montre que la synchronisation intra-européenne était retombée à un niveau faible au milieu des années quatre-vingt.

Ces études confirment aussi l'existence d'un « cycle anglo-saxon », distinct du précédent « cycle européen » et fondé sur la forte corrélation synchrone des fluctuations des Etats-Unis, du Canada et du Royaume-Uni. La position cyclique du Japon serait, quant à elle, intermédiaire entre les deux groupes européen et anglo-saxon. Il apparaît même que, sur les quinze dernières années, le cycle japonais deviendrait associé au cycle européen plutôt qu'au cycle anglo-saxon. La position des pays nordiques et méditerranéens est plus délicate à apprécier. L'étude des pays nordiques menée en termes de cycles classiques par Bergman et *alii* (1992) sur plus d'un siècle (1870-1988) conduit à la caractérisation d'une forte composante commune entre les fluctuations de la Finlande, de la Norvège et de la Suède. Les fluctuations de ce trio seraient également corrélées de façon remarquable avec celles de l'Allemagne. L'étude de la Commission Economique de l'ONU pour l'Europe (ECE, 1995) considère que les fluctuations de la Finlande et de la Suède sont fortement corrélées avec celles du Royaume-Uni. Au contraire de l'étude de Bayoumi et Eichengreen (1992), celles de Bouthevillain (1995, 1996) et de Rubin et Thygesen (1996) donnent cependant à penser que le noyau dur européen et sa périphérie nordique et méditerranéenne entrent de plus en plus en résonance conjoncturelle et que le caractère commun de leurs fluctuations se renforce. Les forces de différenciation des conjonctures européennes ne manquent pas, mais les effets d'entraînement au sein d'un espace très intégré semblent imposer leur loi.

Corrélations privées et publiques entre les cycles américain, allemand et français

Afin de caractériser précisément la nature des corrélations entre les cycles nationaux, on se concentrera sur le trio constitué des Etats-Unis, de l'Allemagne et de la France : chaque corrélation bilatérale révèle des interactions spécifiques, qui différencient le couple franco-allemand de la relation euro-américaine. La corrélation des cycles des PIB nationaux peut être décomposée de manière simple en différentes contributions, qui correspondent aux corrélations spécifiques des différents postes de demande (demandes intérieures privées et publiques, exportations nettes), compte tenu de leur volatilité (encadré 1).

1. Une décomposition comptable de la corrélation entre les cycles nationaux

En utilisant une décomposition comptable simple du PIB, la corrélation entre les cycles des PIB nationaux peut aussi être décomposée selon la même logique. Considérons deux pays i et j , la décomposition de leurs PIB respectifs en un jeu de n sous-agrégats A_k , ainsi que la séparation de chaque PIB national en sa tendance de long terme T et le cycle C :

$$C_i = \frac{\text{PIB}_i}{T_i} = \frac{\sum_{k=1}^n A_{ki}}{T_i} \qquad C_j = \frac{\text{PIB}_j}{T_j} = \frac{\sum_{k=1}^n A_{kj}}{T_j}$$

où A_{ki} présente le sous-agrégat k du PIB du pays i .

La contribution A_k / T de chaque agrégat k au cycle du PIB peut être notée C_k :

$$C_i = \sum_{k=1}^n C_{ki} \qquad C_j = \sum_{k=1}^n C_{kj}$$

Le coefficient de corrélation ρ entre les cycles nationaux C est décomposable comme suit (en notant σ l'écart-type d'une variable et cov la covariance entre deux variables) :

$$\rho_{C_i C_j} = \frac{cov(C_i, C_j)}{\sigma_{C_i} \sigma_{C_j}} = \frac{\sum_{k,k'} cov(C_{ki}, C_{k'j})}{\sigma_{C_i} \sigma_{C_j}} = \frac{\sum_{k,k'} \rho_{C_{ki} C_{k'j}} \sigma_{C_{ki}} \sigma_{C_{k'j}}}{\sigma_{C_i} \sigma_{C_j}}$$

soit :

$$\rho_{C_i C_j} = \sum_{k,k'} \rho_{C_{ki} C_{k'j}} \frac{\sigma_{C_{ki}}}{\sigma_{C_i}} \frac{\sigma_{C_{k'j}}}{\sigma_{C_j}}$$

Dans cette dernière formule, la corrélation entre les cycles des PIB est décomposée comme la somme pondérée des corrélations afférentes à chaque couple possible d'agrégats nationaux. Chacune de ces corrélations est pondérée par le produit des volatilités relatives (c'est-à-dire rapportée à la volatilité du cycle du PIB) des deux agrégats concernés. Un couple d'agrégats contribue fortement à la corrélation des cycles nationaux si la corrélation de leurs contributions respectives à ces cycles est elle-même forte et si ces agrégats font preuve tous deux d'une forte volatilité cyclique.

Cette décomposition de la corrélation des cycles nationaux peut être calculée pour la corrélation instantanée mais aussi pour différents décalages temporels. On peut par exemple calculer la corrélation entre les cycles nationaux et sa décomposition en contributions partielles pour une avance du pays i sur le pays j de d périodes, en appliquant les calculs aux séries d'agrégats A_{ki}^t et $A_{k'j}^{t+d}$. On dispose alors de la gamme complète des corrélations croisées et de leur décomposition entre les deux cycles nationaux.

Ces calculs ont été effectués pour les corrélations bilatérales des Etats-Unis, de l'Allemagne occidentale et de la France, à partir des PIB annuels sur la période 1968-1994 et de leur décomposition en une liste réduite d'agrégats ² :

— d'abord en distinguant simplement les exportations nettes XN (exportations moins importations) et la demande intérieure DI :

$$PIB = XN + DI$$

— puis en distinguant la demande privée $DIPR$ et la demande publique $DIPU$ (consommation et investissement des administrations publiques) au sein de la demande intérieure :

$$PIB = XN + DIPR + DIPU$$

Aussi simples soient-elles, ces décompositions conduisent rapidement à une quantité d'information élevée, puisque la décomposition de chaque PIB en trois agrégats donnera neuf contributions partielles à la corrélation bilatérale. Dans un premier temps, il serait excessif de pousser plus loin les calculs.

La synchronisation franco-allemande est d'abord privée... jusqu'à Maastricht

Plus simple à caractériser, le couple franco-allemand est examiné en premier. Le tableau 1 présente la corrélation croisée des cycles franco-allemands, sur les périodes 1960-94 (sur laquelle les séries de PIB sont disponibles), 1968-94 (la décomposition en sous-agrégats n'étant disponible que sur cette sous-période) et 1960-82, car cette période exclut l'ensemble du dernier cycle conjoncturel majeur qui présente d'importantes particularités (et dont le démarrage n'est pas facile à dater pour l'ensemble de l'Europe).

La forme de la corrélation franco-allemande est limpide sur la période 1960-82. Elle est maximale pour un décalage nul, ce qui témoigne, dans la périodicité annuelle, de la forte synchronisation franco-allemande, qui n'est donc pas un trait nouveau. La dissymétrie modérée de la corrélation croisée indique néanmoins une certaine avance du déroulement du cycle allemand, dont les profils s'infléchissent plus rapidement dès lors qu'un retournement est engagé (graphique 2). L'allongement de la période jus-

2. La base de données annuelles utilisée provient des *Perspectives économiques de l'OCDE*, édition de Décembre 1994. Les variables considérées, à prix constants, sont: le PIB ; les exportations et importations de biens et de services ; l'investissement et la consommation des administrations publiques. Dans le cas des Etats-Unis, le poste « Consommation des administrations publiques » comprend l'investissement de ces mêmes administrations. Enfin, c'est la seule Allemagne occidentale qui est considérée, ce qui ne permet pas d'aller au-delà de 1994 pour la décomposition retenue. Les tendances des PIB nationaux ont été estimées par la méthode de Hodrick-Prescott (avec le paramètre lambda pris égal à 100).

1. Corrélation des cycles allemand et français

Coefficient de corrélation entre les cycles des PIB allemand (en l'année t) et français (en l'année $t+d$, d positif désignant une avance du cycle allemand)

| | $d=-4$ | $d=-3$ | $d=-2$ | $d=-1$ | $d=0$ | $d=1$ | $d=2$ | $d=3$ | $d=4$ |
|---------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 1960-82 | -0,36 | -0,27 | -0,11 | 0,27 | 0,79 | 0,53 | -0,03 | -0,21 | -0,21 |
| 1960-94 | -0,27 | 0,02 | 0,32 | 0,55 | 0,73 | 0,38 | -0,10 | -0,26 | -0,26 |
| 1968-94 | -0,26 | 0,05 | 0,32 | 0,56 | 0,76 | 0,34 | -0,09 | -0,22 | -0,24 |

Sources : OCDE, calculs OFCE.

qu'en 1994 (qu'elle commence en 1960 ou 1968 est indifférent) amende, sans la modifier substantiellement, la corrélation franco-allemande. La synchronisation reste élevée mais la dissymétrie s'inverse et l'avance tend à se porter du côté français : le choc de l'unification a retardé le retournement du dernier cycle conjoncturel germanique (même en se bornant à la seule Allemagne occidentale) et, induit, statistiquement, une déformation rétrospective de ce cycle, dont le creux initial apparaît d'autant plus marqué³. Ces remarques confortent une impression enregistrée à l'examen des indices de synchronisation cyclique, qui font apparaître une dégradation de la synchronisation européenne au cours des années 1982 à 1986, lorsque la reprise avait bien du mal à s'affirmer dans l'ensemble de l'Europe (Fayolle et Micolet, 1997). Si la force de la synchronisation franco-allemande est au cœur de la dynamique européenne, elle date plus du Traité de Rome que de celui de Maastricht. Les chocs des années quatre-vingt ont pu l'altérer et la synchronisation élevée des années quatre-vingt-dix, après l'unification allemande et Maastricht, est plus un retour qu'une rupture, sauf à saisir ses traits spécifiquement nouveaux.

Les deux tableaux suivants (2 et 3) détaillent la décomposition de la corrélation maximale, c'est-à-dire pour le décalage nul, selon que la demande intérieure est prise globalement ou divisée en demande privée et demande publique, sur la période 1968-94.

Un tel tableau doit être lu avec toute la prudence nécessaire pour éviter les contresens : le signe et la valeur de la contribution d'une corrélation partielle ne peuvent s'interpréter indépendamment des autres. Dans le cas franco-allemand, c'est la corrélation des demandes intérieures nationales et, secondairement, celle des exportations nettes de chaque pays qui contribuent positivement à la corrélation des PIB : les cycles des deux

3. Ce point est également relevé par Bouthevillain (1996), à partir d'une analyse spectrale des cycles allemand et français.

2. *Décomposition de la corrélation des cycles français et allemand entre les exportations nettes et la demande intérieure (1968-1994)*

| | Cycle allemand | Exportations nettes allemandes | Demande intérieure allemande |
|--------------------------------|----------------|--|--|
| Cycle français | $\rho = 0,76$ | $\rho = -0,32$ | $\rho = 0,68$ |
| Exportations nettes françaises | $\rho = -0,38$ | $\rho = 0,45$ contribution = 0,38 | $\rho = -0,52$ contribution = -0,73 |
| Demande intérieure française | $\rho = 0,66$ | $\rho = -0,43$ contribution = -0,68 | $\rho = 0,68$ contribution = 1,79 |

Lecture du tableau : Les cycles allemand et français désignent la composante cyclique des PIB respectifs ; les postes exportations nettes et demande intérieure désignent les contributions de ces composantes de la demande aux cycles, c'est-à-dire leur rapport à la tendance du PIB. Les coefficients ρ indiquent les coefficients de corrélation entre ces variables prises deux à deux. Les contributions indiquent la contribution de la corrélation entre deux postes de demande à la corrélation globale des cycles : le lecteur peut vérifier que celle-ci (coin supérieur gauche) est égal à la somme des quatre contributions de la partie inférieure droite du tableau.

Sources : OCDE, calculs OFCE.

pays sont synchronisés parce qu'ils répondent à des impulsions communes de demande interne ou externe. La corrélation des exportations nettes de chaque pays avec la demande intérieure de l'autre est négative, mais ceci ne doit pas faire contresens ! La demande intérieure de l'un entraîne évidemment les exportations de l'autre mais, parce que les deux pays sont le plus souvent synchronisés, leurs exportations nettes (exportations moins importations) affichent en commun un comportement contracyclique, les importations étant davantage tirées que les exportations par l'expansion conjointe des demandes intérieures.

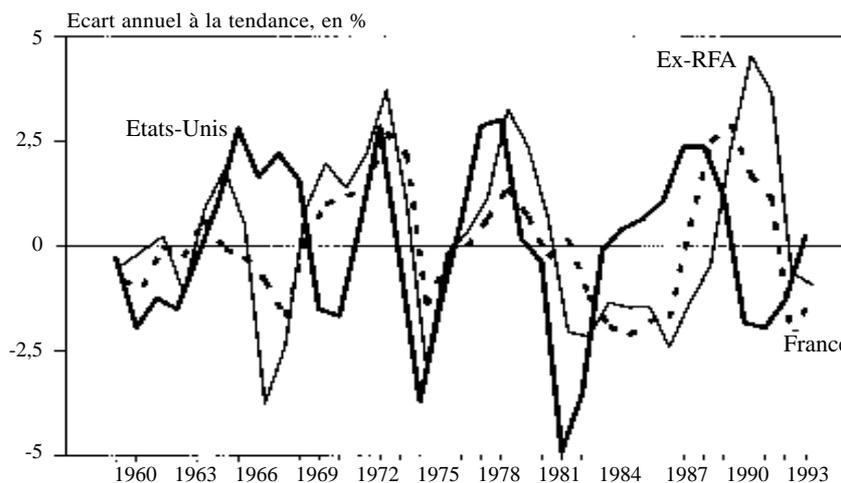
La décomposition des demandes intérieures en demandes privée et publique fait apparaître des précisions intéressantes (tableau 3) : c'est la corrélation des demandes internes privées, et non celle des demandes publiques, franchement négative, qui contribue positivement à la corrélation des PIB. Cela ne signifie pas que les demandes publiques n'ont pas d'influence sur l'autre pays : la demande publique française est positivement corrélée avec les exportations nettes de l'Allemagne et la demande publique allemande l'est avec la demande privée française. Mais les impulsions publiques sont largement désynchronisées sur la période étudiée. Cette désynchronisation globale recouvre des épisodes différents et ne préjuge pas de la période récente, sachant que seule l'Allemagne occidentale est ici prise en compte. Mais la convergence budgétaire organisée par Maastricht représente un changement profond, si elle doit engendrer une synchronisation durable des impulsions publiques.

3. Décomposition de la corrélation des cycles français et allemand entre les exportations nettes et les demandes intérieures privée et publique (1968-1994)

| | Cycle allemand | Exportations nettes allemandes | Demande intérieure privée allemande | Demande intérieure publique allemande |
|---------------------------------------|----------------|--|--|--|
| Cycle français | $\rho = 0,76$ | $\rho = -0,32$ | $\rho = 0,73$ | $\rho = 0,17$ |
| Exportations nettes françaises | $\rho = -0,38$ | $\rho = 0,45$ contribution = 0,38 | $\rho = -0,46$ contribution = -0,53 | $\rho = -0,33$ contribution = -0,20 |
| Demande intérieure privée française | $\rho = 0,63$ | $\rho = -0,56$ contribution = -0,93 | $\rho = 0,67$ contribution = 1,53 | $\rho = 0,45$ contribution = 0,52 |
| Demande intérieure publique française | $\rho = -0,04$ | $\rho = 0,71$ contribution = 0,25 | $\rho = -0,10$ contribution = -0,05 | $\rho = -0,87$ contribution = -0,21 |

Sources : OCDE, calculs OFCE.

2. Cycles des PIB : Etats-Unis, Ex-RFA, France



Source : OCDE, calculs OFCE.

La dualité de la relation euro-américaine : entraînement et éviction

La corrélation croisée entre le cycle américain, d'une part, et les cycles français et allemand, d'autre part, est singulièrement plus complexe et évolutive (tableaux 4 et 5). Elle admet généralement deux pics de valeur absolue assez proche mais de signe contraire. Le premier correspond à une corrélation positive et à une avance américaine d'une année ; le second, à une corrélation négative et à un « retard » américain, de l'ordre de deux à trois ans. Cette dualité s'accroît au fur et à mesure que l'on fait glisser la période d'observation en direction de la plage la plus contemporaine. Entre 1960 et 1982, le cycle américain est globalement modérément synchronisé avec les cycles français et allemand, grâce en fait aux chocs pétroliers, alors que les contre-exemples dominent plutôt auparavant : la récession allemande de 1966-67, qui contamine la France, est inconnue aux Etats-Unis, et l'Europe ne ressent guère l'impact de la récession américaine de 1970-71 (graphique 2). L'inclusion des années postérieures à 1982 renforce d'un côté l'idée habituelle d'une avance modérée du cycle

4. Corrélation des cycles américain et allemand

Coefficient de corrélation entre les cycles des PIB américain (en l'année t) et allemand (en l'année t+d, d positif désignant une avance du cycle américain)

| | $d = -4$ | $d = -3$ | $d = -2$ | $d = -1$ | $d = 0$ | $d = 1$ | $d = 2$ | $d = 3$ | $d = 4$ |
|---------|----------|--------------|--------------|----------|-------------|-------------|---------|---------|---------|
| 1960-82 | -0,11 | -0,23 | -0,27 | -0,03 | 0,40 | 0,07 | -0,19 | -0,20 | 0,03 |
| 1960-94 | -0,18 | -0,29 | -0,35 | -0,19 | 0,16 | 0,19 | 0,15 | 0,14 | 0,18 |
| 1968-94 | -0,27 | -0,41 | -0,39 | -0,21 | 0,20 | 0,35 | 0,27 | 0,17 | 0,12 |

Sources : OCDE, calculs OFCE.

5. Corrélation des cycles américain et français

Coefficient de corrélation entre les cycles des PIB américain (en l'année t) et français (en l'année t+d, d positif désignant une avance du cycle américain)

| | $d = -4$ | $d = -3$ | $d = -2$ | $d = -1$ | $d = 0$ | $d = 1$ | $d = 2$ | $d = 3$ | $d = 4$ |
|---------|----------|--------------|----------|----------|-------------|-------------|---------|---------|---------|
| 1960-82 | -0,12 | -0,25 | -0,23 | -0,07 | 0,24 | 0,13 | -0,22 | -0,21 | 0,13 |
| 1960-94 | -0,25 | -0,40 | -0,36 | -0,19 | 0,21 | 0,40 | 0,30 | 0,20 | 0,20 |
| 1968-94 | -0,29 | -0,46 | -0,41 | -0,22 | 0,23 | 0,51 | 0,40 | 0,22 | 0,13 |

Sources : OCDE, calculs OFCE.

américain sur le cycle européen (une corrélation positive, quoique limitée, pour les décalages associés à une avance américaine, avec un pic pour une avance d'un an). Elle renforce de l'autre la présence d'une corrélation négative pour un « retard » américain de deux à trois ans. Le terme de « retard » ne doit pas faire contresens. Il n'est que la traduction statistique de la désynchronisation partielle observée à partir de 1983 entre l'Europe et les Etats-Unis : la composante négative de la corrélation croisée rapproche le sommet américain de 1988-89 du creux européen de 1985-87, le creux américain de 1991-92 du sommet européen de 1990-91... .

La dualité de la corrélation entre Etats-Unis et Europe suggère une dualité des interactions conjoncturelles elles-mêmes : aux effets d'entraînement du cycle américain sur le cycle européen (*via* les échanges de marchandises et le multiplicateur du commerce) se combineraient des effets de transmission inverse, plus difficiles à qualifier, mais qui font probablement intervenir les déterminants monétaires et financiers.

Qu'apprend à cet égard la décomposition de la corrélation croisée par postes de demande ? Cette décomposition, sur la période 1968-94, peut être établie pour les deux pics, positif et négatif, de la corrélation entre les cycles américain et allemand ⁴.

La corrélation positive associée à l'avance américaine de l'ordre d'un an repose principalement sur la corrélation positive des demandes intérieures américaine et allemande (tableaux 6 et 7). La décomposition de celles-ci précise les principales relations : la demande privée allemande est positivement corrélée à la demande publique américaine ; les exportations nettes allemandes à la demande privée américaine. On peut y voir l'effet d'entraînement commercial joué par l'expansion (ou la récession) américaine et la sensibilité de cet effet à la politique budgétaire suivie outre-atlantique, ce qui n'est que retrouver le fort impact mondial du multiplicateur américain de dépenses publiques (Equipe MIMOSA, 1996).

Dans le cas de la corrélation négative, associé à un décalage de trois ans, entre les cycle américain et allemand, ce sont la corrélation des exportations nettes nationales et celle des demandes privées nationales, toutes deux également négatives, qui y contribuent principalement (tableaux 8 et 9). La désynchronisation passe par des « effets d'éviction » réciproques qui transitent par les exportations, dont les parts de marché peuvent être l'enjeu de conflits, et par les demandes privées, qui peuvent enregistrer l'impact des asymétries financières. Que les exportations nettes de chacun des deux pays soient positivement corrélées, pour ce décalage de trois ans, à la demande intérieure privée de l'autre doit être correctement interprété : le pays qui est en situation déprimée tandis que l'autre est en expan-

4. L'étude de la corrélation entre les cycles américain et français donnant des résultats analogues, l'examen est concentré sur le couple germano-américain.

6. Décomposition de la corrélation des cycles allemand et américain entre les exportations nettes et la demande intérieure (pour une avance américaine d'une année)

| | Cycle allemand | Exportations nettes allemandes | Demande intérieure allemande |
|---------------------------------|----------------|--|--------------------------------------|
| Cycle américain | $\rho = 0,35$ | $\rho = -0,13$ | $\rho = 0,30$ |
| Exportations nettes américaines | $\rho = -0,15$ | $\rho = -0,21$ contribution = -0,12 | $\rho = 0,22$ contribution = 0,20 |
| Demande intérieure américaine | $\rho = 0,21$ | $\rho = -0,01$ contribution = -0,01 | $\rho = 0,14$ contribution = 0,28 |

Sources : OCDE, calculs OFCE.

7. Décomposition de la corrélation des cycles allemand et américain entre les exportations nettes et les demandes intérieures privée et publique (pour une avance américaine d'une année)

| | Cycle allemand | Exportations nettes allemandes | Demande intérieure privée allemande | Demande intérieure publique allemande |
|--|----------------|--|--|--|
| Cycle américain | $\rho = 0,35$ | $\rho = -0,13$ | $\rho = 0,28$ | $\rho = 0,17$ |
| Exportations nettes américaines | $\rho = 0,15$ | $\rho = -0,21$ contribution = -0,12 | $\rho = 0,13$ contribution = 0,10 | $\rho = 0,27$ contribution = 0,10 |
| Demande intérieure privée américaine | $\rho = 0,03$ | $\rho = 0,31$ contribution = 0,41 | $\rho = -0,08$ contribution = -0,15 | $\rho = -0,24$ contribution = -0,22 |
| Demande intérieure publique américaine | $\rho = 0,26$ | $\rho = -0,51$ contribution = -0,42 | $\rho = 0,36$ contribution = 0,41 | $\rho = 0,41$ contribution = 0,24 |

Sources : OCDE, calculs OFCE.

8. Décomposition de la corrélation des cycles allemand et américain entre les exportations nettes et la demande intérieure (pour un décalage de trois ans)

| | Cycle allemand | Exportations nettes allemandes | Demande intérieure allemande |
|---------------------------------|----------------|--|--|
| Cycle américain | $\rho = -0,41$ | $\rho = 0,25$ | $\rho = -0,41$ |
| Exportations nettes américaines | $\rho = 0,33$ | $\rho = -0,52$ contribution = -0,28 | $\rho = 0,53$ contribution = 0,47 |
| Demande intérieure américaine | $\rho = -0,46$ | $\rho = 0,42$ contribution = 0,51 | $\rho = -0,55$ contribution = -1,11 |

Sources : OCDE, calculs OFCE.

9. Décomposition de la corrélation des cycles allemand et américain entre les exportations nettes et les demandes intérieures privée et publique (pour un décalage de trois ans)

| | Cycle allemand | Exportations nettes allemandes | Demande intérieure privée allemande | Demande intérieure publique allemande |
|--|----------------|--|--|--|
| Cycle américain | $\rho = -0,41$ | $\rho = 0,25$ | $\rho = -0,47$ | $\rho = -0,04$ |
| Exportations nettes américaines | $\rho = 0,33$ | $\rho = -0,52$ contribution = -0,28 | $\rho = 0,50$ contribution = 0,37 | $\rho = 0,28$ contribution = 0,10 |
| Demande intérieure privée américaine | $\rho = -0,32$ | $\rho = 0,40$ contribution = 0,53 | $\rho = -0,46$ contribution = -0,84 | $\rho = -0,16$ contribution = -0,15 |
| Demande intérieure publique américaine | $\rho = -0,16$ | $\rho = -0,03$ contribution = -0,02 | $\rho = -0,12$ contribution = -0,14 | $\rho = 0,03$ contribution = 0,02 |

Sources : OCDE, calculs OFCE.

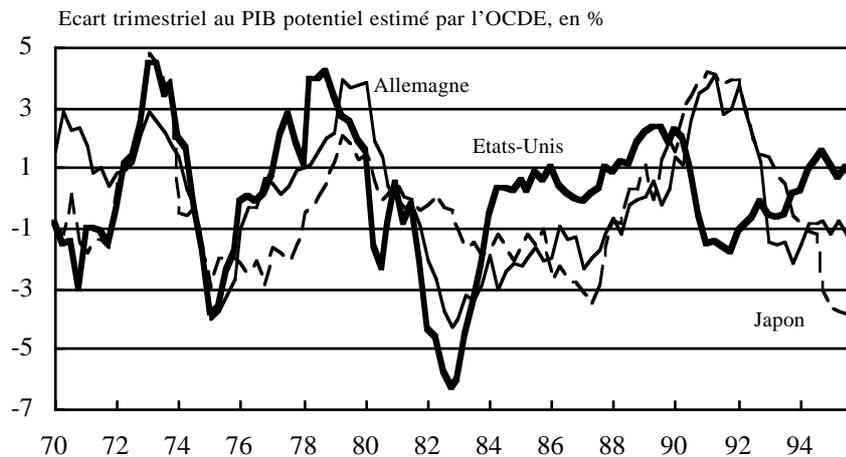
sion voit ses exportations nettes, même si elles se portent moins bien que celles du partenaire, jouer leur habituel rôle contracyclique de stabilisation : il importe peu et il dispose de capacités pour exporter, en particulier en direction de l'autre pays.

Interprétation de la synchronisation européenne

Les calculs précédents, couvrant les années soixante à aujourd'hui, suggèrent certaines permanences dans la nature des relations entre les cycles allemand et français d'une part, européen et américain d'autre part. La synchronisation franco-allemande ne date pas d'aujourd'hui, mais, jusqu'au début des années quatre-vingt-dix, elle est passée prioritairement par le synchronisme des demandes privées. La relation de l'Europe avec le cycle américain mobilise à la fois des effets d'entraînement et d'éviction, dont la pondération est affaire de circonstances, notamment sur le front des changes. C'est en regard de ces permanences qu'on peut s'interroger sur les traits nouveaux de la synchronisation européenne, depuis le début des années quatre-vingt-dix, dans un contexte qui combine la globalisation accentuée de l'économie mondiale et la mise en œuvre du traité de Maastricht. La consistance plus affermie de l'espace conjoncturel européen est devenue un fait d'évidence, dont l'interprétation correcte ne va cependant pas de soi dès lors qu'on le replace dans une vision plus vaste des régulations — ou désordres — internationaux.

La relation entre les conjonctures des pôles de la triade (Etats-Unis — Europe — Japon) est passée, depuis les années soixante-dix, d'une synchronisation prononcée au moment des chocs pétroliers à une désynchronisation persistante dans les années récentes. Cette désynchronisation interzonale est d'autant plus frappante que les croissances tendancielles des zones concernées convergent au sein d'une fourchette étroite (2 à 3 % l'an) : la médiocre croissance de l'OCDE est devenue plus difficile à partager. A regarder, sur les vingt-cinq dernières années, les cycles comparés des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne (graphique 3), on perçoit une

3. Cycles des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne



« déformation spectrale » apparente et progressive de la corrélation entre les trois cycles nationaux. Parfaite avec la récession associée au premier choc pétrolier, la synchronisation se distend progressivement et fait place, à la fin des années quatre-vingt, à une franche désynchronisation, dont les figures successives ne sont pas épuisées : le Japon et l'Allemagne, associés dans le boom jusqu'en 1990-1991, entrent ensuite en récession, mais le Japon manifeste, en 1994-1995, une inertie à la reprise bien plus marquée. Il est vrai qu'à la fin 1995 l'Allemagne est à son tour menacée par l'enlisement dépressif et que le Japon semble enfin éprouver une reprise plus consistante. Il reste qu'au milieu de la présente décennie, les trois pôles économiques dominants se caractérisent par des positions conjoncturelles distinctes. Deux voies d'interprétation de cette déformation, qui ne sont au demeurant pas exclusives, sont envisageables :

— La globalisation de l'économie internationale interfère, en fait, avec sa régionalisation, qui s'inscrit dans les régulations conjoncturelles. L'espace international reste multipolaire et imparfaitement intégré. L'autonomisation apparente de la conjoncture européenne participe de ce mouvement plus général et fait jouer les ressorts du système monétaire européen, du marché unique et de la convergence des politiques économiques. La mise en œuvre plus récente des critères de convergence budgétaire représente une nouvelle étape, marquante, dans cette autonomisation. C'est néanmoins une autonomie qui est loin d'être pleinement maîtrisée et coopérative. L'Allemagne exerce sur ses partenaires des effets de transmission inverse (par exemple, une expansion allemande dont l'impact est partiellement restrictif sur ceux-ci, via les tensions qu'elle engendre sur les taux d'intérêt). De tels effets sont cependant dominés par le poids des interdépendances commerciales, considérablement renforcées par le marché commun puis unique. Ni ces effets, ni les réactions nationales, par la voie de dépréciations monétaires comme en 1992-93, ne suffisent à différencier durablement, au-delà de quelques mois, les conjonctures nationales (cf. Rubin et Thygesen, 1996). Les effets de transmission inverse ne disparaissent pas pour autant mais se manifestent sous la forme d'une externalité, favorable ou défavorable à la croissance selon les moments, dans l'ensemble de l'Union européenne. La reconnaissance d'une communauté d'intérêts conjoncturels n'est de fait pas acquise au sein de l'Union, alors qu'elle va bien au-delà du seul noyau dur. L'analyse, et plus encore, les choix politiques en restent distants.

Ainsi, en 1995-96, l'Allemagne subit l'effet en retour de la généralisation, au sein de l'Europe, de politiques économiques à dominante restrictive, sous la contrainte de la priorité à la convergence. C'est un des facteurs qui expliquent l'interruption de la reprise qu'elle a enregistrée en 1994. L'économie maîtresse des disciplines européennes souffre de l'adaptation de ses partenaires à ces disciplines. L'adaptation a pris des modalités différentes selon les pays. Dans le cas des pays monétairement arrimés à l'Allemagne, l'effort de maîtrise des coûts et de flexibilisation du marché du travail a souvent conduit à des évolutions récentes des parts de marché à l'exportation plus favorables qu'en Allemagne (c'est le cas en Autriche,

en France, aux Pays-Bas) et, sans doute, pour partie à son détriment. Quant aux pays européens qui ont recouru de 1992 à 1995 aux dépréciations monétaires, une « coalition » a priori paradoxale s'est forgée entre le Nord scandinave riche et le Sud méditerranéen pauvre de l'Europe. Bénéficiant de niveaux de développement différents et confrontées à des évolutions structurelles pour partie antagonistes, ces deux zones ont recouru en commun, afin de faire face à leurs déséquilibres et aux difficultés de profitabilité de leurs activités exposées à la concurrence internationale, à l'instrument de la dévaluation et à la rationalisation des coûts. La principale tierce victime a été l'Allemagne, sommée de s'adapter à son tour. L'unification concurrentielle est contraignante pour la formation de la rentabilité dans les secteurs exportateurs. Elle fait du taux de change une variable critique, dont la force apparente renforce, dans un contexte international de désinflation généralisée, les pressions déflationnistes sur les prix et les coûts des activités exposées. En 1996, la normalisation des rapports de change intra-européens clôt cette période mais ne préjuge pas de l'émergence effective d'une capacité de régulation conjoncturelle concertée en Europe.

— Selon un second point de vue, la capacité de stérilisation par l'Europe (et spécialement l'Allemagne) des influences monétaires et financières venues d'outre-Atlantique reste tout à fait limitée. La désynchronisation de l'activité entre les Etats-Unis et l'Europe ne témoigne pas d'une indépendance accrue de cette dernière mais de la force et de la persistance des effets de transmission exercés depuis les années quatre-vingt, via la formation des taux d'intérêt et de change, par les Etats-Unis sur l'Europe (Fitoussi et Phelps, 1988 ; Fitoussi et Le Cacheux, 1989). Les Etats-Unis règlent le cours de leur croissance en laissant le taux de change du dollar s'adapter aux besoins de cette régulation interne et en sachant capter l'épargne qui s'investit mal en Europe et au Japon. L'expansion américaine, depuis la reprise de 1991-92, s'est appuyée sur le dynamisme de la demande interne mais n'avait pas débouché, jusqu'en 1996, sur une revalorisation du dollar à la hauteur de ce que laisserait attendre la référence au modèle de Mundell-Fleming ou à la corrélation normalement observée des taux de change avec les décalages cycliques. La trajectoire du dollar paraît plus compréhensible lorsqu'on fait référence au « taux de change d'équilibre fondamental » (Williamson, 1994) : le cours du dollar, sous-évalué en regard de la parité des pouvoirs d'achat, permet aux Etats-Unis de réaliser effectivement leur croissance potentielle et de rendre acceptable aux investisseurs internationaux la détention de créances en dollars. Mais cette détermination du dollar peut imposer aux européens un état des paramètres monétaires et financiers peu compatible avec leur propre expansion. Evidemment, une telle transmission ne fonctionne qu'autant que les créanciers européens (et japonais) acceptent de jouer ce jeu-là. La désynchronisation réelle va de pair avec une synchronisation accentuée des mouvements de taux d'intérêt longs, au sein d'une économie financière internationale globalisée et polarisée, où les Etats-Unis, premier débiteur, restent le point fixe des créanciers internationaux.

La conjoncture des années 1995-96 a de nouveau illustré la force de cette polarisation. La dépression européenne a laissé libre, pour s'investir à l'extérieur du continent, un excédent d'épargne nourri par le désendettement des agents privés et mobilisé par les banques européennes. De pair avec une politique japonaise active de placement à l'étranger, cet apport a contribué à amortir les tensions que pouvait engendrer la croissance rapide d'autres régions du monde. Les Etats-Unis ont été largement bénéficiaires de l'abondance de liquidités libérées par les faibles opportunités d'investissement en Europe, qu'elles aient pris directement le chemin de placements aux Etats-Unis ou qu'elles aient concouru au financement de zones en forte expansion et demandeuses de produits américains. Bien sûr, ces évolutions ne sont pas sans mécanismes correcteurs : les choix patrimoniaux pratiqués par les investisseurs internationaux contribuent en 1995-96 à la remontée du dollar, favorable à la compétitivité et à la reprise européennes, et cette remontée s'accroît au début de 1997. Les « cycles de change » suscités par la recombinaison périodique des patrimoines internationaux, dont les détenteurs n'ont pas de certitude sur les taux de change d'équilibre, participent à la régulation implicite des disparités cycliques.

Il serait téméraire de porter trop vite un jugement sur les avantages et les coûts de la synchronisation des conjonctures (outre qu'on n'en décide pas librement et que c'est le résultat endogène et complexe d'un ensemble d'interactions internationales). Il ne paraît pas plus possible d'assimiler la synchronisation des conjonctures à une bonne harmonie de l'économie internationale que de proposer une interprétation normative unilatérale de la désynchronisation. Certaines périodes dramatiques de l'histoire économique sont associées à une synchronisation prononcée de mouvements brusques, comme dans l'entre-deux-guerres. La synchronisation a alors amplifié les mouvements nationaux, au travers des enchaînements commerciaux, en se nourrissant aussi des luttes concurrentielles et des surenchères protectionnistes. A l'inverse, la désynchronisation des activités nationales peut contribuer à la stabilisation de la croissance internationale, si elle s'accompagne de flux financiers accommodant spontanément les différentiels de croissance. Les trente glorieuses ont témoigné d'un tel régime de croissance internationale, dans lequel l'enracinement national des performances de productivité et de croissance bénéficiait d'un environnement international accommodant. Dans les années soixante, la corrélation entre cycles conjoncturels américains et européens était devenue très floue. Les conjonctures nationales et leur gestion disposaient d'amples degrés de liberté. Mais la désynchronisation peut aussi être le résultat hasardeux du déficit de coopération internationale. Elle peut révéler le contraste entre une forte synchronisation financière, favorisée par la globalisation des marchés financiers, et la dissonance des conjonctures réelles: c'est le paysage des années quatre-vingt-dix. L'appartenance à un même monde financier, dont la conjoncture propre tend à s'unifier, avive les tensions entre créanciers et débiteurs, entre les pays détenteurs des monnaies dominantes et les autres. Auquel cas, la synchronisation mérite

d'être spécifiée selon les variables considérées, réelles, nominales ou financières.

De la synchronisation à l'harmonisation des conjonctures européennes

La conciliation de la convergence macroéconomique (au sens des critères définis par le traité de Maastricht) et du rattrapage (c'est-à-dire la réduction des écarts de développement intra-européens, toujours importants) suppose la capacité à gérer une inégalité durable des croissances potentielles. Par exemple, les difficultés de la conciliation entre, d'une part, le rattrapage par l'Espagne des niveaux de productivité et de vie communautaires et, d'autre part, sa participation à la convergence macroéconomique européenne se sont exprimées, dans la dernière décennie, par une accentuation de la cyclicité auparavant peu marquée de ce pays : au temps de l'expansion et du rattrapage succède celui de la récession et de la convergence. Cette alternance handicape la stabilisation des conditions de formation de la profitabilité, notamment dans le secteur exposé à la concurrence⁵. Si les apports d'investissements directs s'en trouvent fragilisés, tandis que la redistribution de nature budgétaire (du type fonds structurels) reste d'ampleur limitée et que l'acceptation de la double discipline budgétaire et monétaire ôte aux pays retardataires tout instrument autonome d'ajustement, leur rattrapage peut s'en trouver structurellement entravé et leur croissance potentielle durablement contrainte. Que les pays concernés acceptent cette contrainte ou qu'ils cherchent à s'en émanciper, par des dévaluations compétitives, il reste que l'Union européenne est loin d'une coopération des politiques économiques optimisant sa croissance potentielle commune par l'accommodation des différenciations normales entre croissances potentielles nationales. Les règles de convergence ne sont pas neutres à cet égard, si elles induisent une régulation conjoncturelle par défaut, plus aveugle que consciente, qui peut accroître l'incertitude dissuasive des projets à longue portée et déprimer ainsi la croissance potentielle.

Les soubresauts des années quatre-vingt-dix illustrent cette préoccupation. Deux lectures de la réalité européenne sont possibles, et complémentaires, sur ces années : celle qui privilégie l'inertie de l'activité et la continuité d'une croissance très médiocre, traduisant la persistance de facteurs dépressifs (une priorité durable au désendettement, après les excès d'endettement des années quatre-vingt, une répartition des revenus et une situation de l'emploi défavorables à un dynamisme régulier de la consommation) ; celle qui insiste sur les irrégularités de la conjoncture, révélant

5. Cf. Villa (1995), Fayolle (1996) pour un examen plus poussé du cas espagnol.

les tentatives de sortie de cette situation, mais aussi leur réversibilité. La croissance européenne, soutenue jusqu'en 1990-91 par le boom immédiatement consécutif à l'unification allemande, fugitivement relancée en 1994 par une vive expansion du commerce international, manque en fait d'un moteur endogène qui consolide son dynamisme et assure sa stabilité.

En particulier, bénéficiant de l'important effort d'accumulation entreprise sur l'ensemble du dernier cycle et du rendement élevé des nouveaux investissements dans sa partie orientale (une fois les déclassements massifs intervenus), l'Allemagne paraissait pouvoir escompter, au sortir de la récession de 1993, une croissance potentielle plus proche de 3 % l'an que la plupart de ses partenaires européens, dépassant rarement un rythme de 2,5 % l'an (graphique 1). L'engagement général des pays européens dans la vive reprise de 1994 incitait aussi à prendre en compte les évaluations disponibles du niveau et de la croissance potentiels de leur activité, même médiocres, pour estimer leurs marges de croissance immédiates, compte tenu du sous-emploi des capacités légué par la grave récession de 1992-93 et du contexte international plutôt porteur. Les années 1995-96, qui enregistrent l'avortement de cette reprise européenne, sont une amère déception à cet égard, d'autant qu'elle affecte particulièrement l'Allemagne. Elles témoignent du fait que les déterminants de la croissance effective ne se réduisent pas à ceux de la croissance potentielle : les conditions internes de répartition des revenus et de formation de la demande retrouvent leur importance. Mais elle pose aussi question en ce qui concerne la sensibilité des croissances potentielles nationales à l'égard de déterminants mal explicités : sont-elles compatibles avec les orientations fondamentales de la configuration des taux de change et d'intérêt ? Les modalités retenues par la convergence européenne, peu coopérative car incitative à des ajustements nationaux à la fois solitaires et simultanés, ne dégradent-elles pas la croissance potentielle collective des pays européens ? Si l'enfermement dans une « croissance molle » traduit, au sein de chaque société européenne, la domination des créanciers sur les entrepreneurs et de ceux-ci sur les salariés (Fitoussi, 1996), cette configuration d'intérêts stérilise la capacité d'impulsion de l'Union européenne. Au sein de celle-ci, les préférences dominantes implicites aboutissent, par défaut, à la carence d'objectifs et d'instruments communs de croissance.

Or, le marché unique européen fonctionne. La densité des interdépendances commerciales l'emporte sur tout autre facteur pour propager rapidement, d'un pays à l'autre, l'expansion ou le repli de l'activité, en dépit de la diversité des situations nationales. Depuis quelques années, les forces de différenciation des conjonctures nationales n'ont pas manqué et le rôle d'impulsion des retournements conjoncturels n'a pas été uniformément réparti : le couple franco-allemand a impulsé le repli européen en 1992-93, et de nouveau la rechute de 1995-96, les pays dévaluationnistes la reprise de 1993-94. Mais la similarité renforcée des cycles européens, via l'intensification des effets de transmission commerciaux et les progrès de la convergence macroéconomique, fait que la synchronisation finit désor-

mais par l'emporter rapidement, comme le montre le calcul d'indices de diffusion et de synchronisation des cycles conjoncturels (Fayolle et Micolet, 1997). Cette observation peut être rapprochée des résultats de Rubin et Thygesen (1996). Ces deux auteurs mènent une analyse en termes de cointégration-codépendance des séries mensuelles de production industrielle de neuf pays européens depuis 1983, permettant d'y déceler tendances et cycles communs. Ils montrent qu'en dépit des facteurs de déphasage entre conjonctures nationales, comme les dépréciations de 1992-93, la synchronisation cyclique n'a guère besoin de plus de trois mois pour prendre le dessus. Cette communauté cyclique ne se limite pas au « noyau dur » mais inclut des pays considérés comme étant à sa périphérie (l'Italie, la Suède, la Finlande).

Les européens ont bien du mal à reconnaître et à gérer les intérêts communs qu'une telle solidarité marchande crée de fait. Cette méconnaissance des intérêts communs se manifeste dans la carence des outils d'analyse et des instruments d'intervention qui seraient nécessaires pour apprécier et traiter comme une unité la conjoncture européenne. Elle légitime par défaut des politiques inadaptées, à long comme à court terme.

— Les politiques de convergence, celles qui s'attachent aujourd'hui au respect des critères et celles qui seraient induites demain par le pacte de stabilité annoncé lors du conseil européen de Dublin en Décembre 1996, n'optimisent pas la croissance potentielle commune de l'Europe. Une gestion offensive du potentiel de croissance européen prendrait en compte les inégalités qui justifient les stratégies nationales de rattrapage (aujourd'hui au Sud de l'Union, demain à l'Est), actuellement bridées par l'étroitesse de la logique de convergence, sauf échappatoire par la dévaluation. Elle suppose, au fur et à mesure de l'intégration de nouveaux membres dans l'union monétaire, la montée en puissance de dispositifs de solidarité et de politiques communes qui réhabilitent la coopération face à la concurrence et organisent l'effort commun pour la création d'emplois (Le Cacheux, 1996). Elle devrait s'appuyer sur une progression du fédéralisme budgétaire (Muet, 1995), par le développement de ressources fiscales assises sur les facteurs de production mobiles et les revenus délocalisables dans l'espace européen. C'est la progression d'une véritable économie publique européenne qui est en jeu, au sens d'une économie des intérêts communs européens.

— Ces politiques de convergence engendrent aussi une régulation conjoncturelle par défaut, qui se manifeste par l'alternance destructrice d'expansions écourtées et de récessions coûteuses. Les critères de convergence budgétaires, empiriquement fondés sur une extrapolation assez naïve de l'expansion de la seconde moitié des années quatre-vingt, ont induit des politiques qui handicapent la consolidation de l'expansion, lorsque celle-ci s'avère bien plus fragile que ne le supposait cette vision extrapolative ⁶. De fait, la réalité des fluctuations conjoncturelles s'est sou-

6. D'après la nouvelle version du modèle MIMOSA, le multiplicateur budgétaire européen est de l'ordre de trois, c'est-à-dire qu'une réduction permanente des dépenses publiques

vent révélée comme une menace pour l'intégration européenne et une « bonne gestion », explicite et concertée, des cycles conjoncturels mérite d'être reconnue comme une condition de sa réussite ⁷. L'objectif communautaire de stabilité devrait concerner avant tout la stabilisation des perspectives communes de croissance. La politique économique européenne devrait juger du respect d'une cible d'inflation raisonnable sur un horizon assez long pour ne pas inhiber d'emblée le redémarrage de la croissance. Elle gagnerait à s'appuyer sur la promotion de réglementations et de restructurations qui favorisent la consistance de l'espace financier européen, limitent la dépendance des gestions bancaires à l'égard des marchés financiers, et favorisent une meilleure qualité des relations entre institutions financières et entreprises. Les autorités monétaires européennes sont à responsabiliser en ce sens, afin de dissuader les vagues spéculatives.

Le contenu aujourd'hui annoncé du pacte de stabilité répond mal à ces problèmes. Il pérennise une discipline de convergence qui ne suffit pas à créer les conditions du retour à la croissance collective. Il envisage des sanctions envers les pays s'écartant des normes budgétaires, sans définir les principes d'action collective qui les aideraient à prévenir et résorber leurs déséquilibres autrement que par une correction nationale solitaire et coûteuse. La régulation des rapports entre l'Euro et les autres devises européennes est envisagée, sans approfondissement des politiques structurelles qui permettraient d'ancrer progressivement et solidement sur l'Euro les devises des pays sensibles aux contraintes de compétitivité.

L'Union monétaire n'aura pas le même sens, ni le même devenir selon le traitement réservé à ces questions. Dans une situation où le risque déflationniste reste latent, l'Euro peut faire l'objet d'un engouement de la part d'investisseurs financiers à la recherche du support idéal de leur préférence pour la liquidité. L'Euro serait d'autant plus attractif que le déficit de croissance européen garantirait sa protection contre l'inflation. Ce ne serait sans doute pas la meilleure façon de faire de l'Euro un outil pour le financement de la croissance européenne. Le parrainage de l'Euro par les marchés financiers ne suffira pas à faire de l'union monétaire le levier décisif qu'elle pourrait constituer pour renouer avec la croissance en Europe.

de 1% du PIB dans tous les pays de l'Union européenne (effectuée toutes choses égales par ailleurs, en particulier à taux d'intérêt nominal donné) provoque, en écart à la trajectoire de référence, une chute de 3 % du PIB européen, atteinte dès la deuxième année (après 2,5 % la première).

7. Les études de Bean (1992), de Cohen et Wyplosz (1989) et de Persson et Tabellini (1992) relèvent l'importance de ces problèmes dans la construction économique européenne. La première insiste sur les conséquences de l'asymétrie des incidences des chocs sur les différents pays de la zone. Dans une même optique, la seconde étude souligne la nécessaire prise en compte des caractéristiques de persistance de ces chocs. La troisième relève les avantages d'une centralisation de pouvoirs et des fonctions dans la communauté sous réserve que les pays concernés ne soient pas trop différents quant à leurs caractéristiques cycliques.

Références bibliographiques

AGLIETTA M. , 1995 : « The transition to E.M.U. : structural and strategic aspects », *Federal Bank of New York Research Paper*, n° 9511, juin.

ARTIS M., Z. Kontolemis et D. Osborn , 1995 : « Classical business cycles for G7 and European countries », *EUI Working Paper Eco*, n° 95/24.

ARTIS M. et W. ZHANG, 1995 : « International Business Cycle and the ERM : is there an european Business Cycle? », *CEPR Discussion Paper*, n° 1191, august.

BAYOUMI T. et B. EICHENGREEN, 1992 : « Shocking aspects of European Monetary Unification », *CEPR Discussion Paper Series*, n° 643, mai.

BEAN C. R., 1992 : « Economic and monetary union in Europe », *CEPR Discussion Paper Series*, n° 722, octobre.

BERGMAN M., S. GERLACH et L. JONUNG, 1992 : « External influences in Nordic business cycles, 1870-1988 », *Open Economies Review*, 3(1), pp. 1-22.

BOUTHEVILLAIN C., 1995 : « Une datation des cycles de croissance des grands pays industrialisés », *Document de travail du Ministère de l'Economie, des Finances et du Plan*, n° 5-12.

BOUTHEVILLAIN C., 1996 : « Les cycles des grands pays industrialisés. Des croissances plus proches mais des zones déphasées », *Economie et Statistique*, n° 298, 1996-8.

BRANDNER P. et K. NEUSSER, 1992 : « Business cycles in open economies : stylized facts for Austria and Germany », *Weltwirtschaftliches Archiv* ; 128(1), pages 67-87.

CHRISTODOULAKIS N., S.P. DIMELIS et T. KOLLINTZAS, 1993 : « Comparisons of Business cycles in Greece and the E. C. : idiosyncracies and regularities », *CEPR Discussion paper Series*, n° 809, juillet.

CHRISTODOULAKIS N., S.P. DIMELIS et T. KOLLINTZAS, 1995 : « Comparisons of business cycles in the E.C. : idiosyncracies and regularities », *Economica*, vol. 62, n° 245, february, pp. 1-28.

COHEN D. et C. WYPLOSZ, 1989 : « The European Monetary Union : an agnostic evaluation », *CEPR Discussion Paper series*, n° 306, avril.

ECONOMIC COMMISSION FOR EUROPE, 1995 : « Chapter 2. — The Western market economies », *Economic survey of Europe in 1994-95*, United Nations, Genève, pp. 17-68.

ENGLUND P., T. PERSSON et L. SVENSSON, 1992 : « Swedish Business Cycles : 1861-1988 », *Journal of Monetary Economics*, 30 (3), december, pp. 343-371.

FAYOLLE J., 1996 : « Rattrapage, convergence , intégration : quelques enseignements à partir du cas espagnol », in LE CACHEUX, J.,edt., *Europe : la nouvelle vague, Perspectives économiques de l'élargissement*, Presses de la Fondation nationale des Sciences Politiques.

FAYOLLE J. et P.E. MICOLET, 1997 « Cycles internationaux : éléments pour une problématique appliquée », dans ce même numéro de la *Revue de l'OFCE*.

FITOUSSI J.P., 1996 : « Anatomie de la croissance molle », *Revue de l'OFCE*, n° 59, Octobre, pp. 213-244.

FITOUSSI J.P. et J. LE CACHEUX, 1989 : « Une théorie des années quatre-vingt », *Revue de l'OFCE*, n° 29, Octobre, pp. 117-160.

FITOUSSI J.P. et E.S. PHELPS, 1988 : « The Slump in Europe : Reconstructing Open Macroeconomic Theory », Basil Blackwell.

FLANDREAU M. et J. LE CACHEUX, 1996 : « La convergence est-elle nécessaire à la création d'une zone monétaire ? Réflexions sur l'étalon-or 1880-1914 », *Revue de l'OFCE*, n° 58, Juillet, pp. 5-42.

FOUET M., 1994 : « Les cycles : éléments de comparaison internationale », in OFCE, FITOUSSI J.P. et P. SIGOGNE, Eds., *Les cycles économiques*, Tome 2, Presses de la fondation nationale des Sciences politiques.

GIORNO C., P. RICHARDSON, D. ROSEVEARE et P. VAN DE NOORD, 1995 : « Estimating Potential Output, Output gaps and structural Budget Balances », *OECD Economics Department Working Paper*, n° 152.

KARRAS G., 1994 : « Sources of business cycles in Europe : 1960-1988. Evidence from France, Germany and United Kingdom », *European Economic Review*, 38 (9), december, pp. 1763-1778.

KOEDIJK K. et J. KREMERS, 1996 : « Market opening, regulation and growth in Europe », *Economic Policy*, n° 23, October, pp. 445-467.

LE CACHEUX J., edt. , 1996 : *Europe : la nouvelle vague, Perspectives économiques de l'élargissement*, Presses de la Fondation nationale des Sciences Politiques.

MARTIN P., 1996 : « Faut-il aller contre le cycle ? », *Lettre du CEPII*, n° 149, Septembre.

MIMOSA, 1996 : « La nouvelle version de MIMOSA , modèle de l'économie mondiale », *Revue de l'OFCE*, n°58, Juillet.

MORGENSTERN O., 1959 : *International Financial Transactions and Business Cycles*, Princeton University Press for NBER.

MUET P.-A., 1995 : « Union monétaire et fédéralisme » , *Revue de l'OFCE*, n° 55, Octobre, pp.151-170.

PERSSON, T., G. TABELLINI, 1992 : « Federal fiscal constitutions, part I : Risk sharing and moral hazard », Seminar Paper, n° 519, *Institute for International Economic Studies*, Stockholm University, août.

REICHLIN L., 1989 : « Fluctuations et croissance en Europe : une analyse empirique », *Revue de l'OFCE*, n° 26, janvier, pp. 71-93.

RUBIN J. et N. THYGESEN, 1996 : « Monetary Union and the Outsiders : A cointegration — codependence Analysis of Business Cycles in Europe », *Economie appliquée*, tome XLIX, n° 3, pp. 123-171.

SIGOGNE P., 1996 : « Les déficits publics selon la CE, l'OCDE et le FMI », *Lettre de l'OFCE*, n°154, 30 Octobre.

VIDAL J.F., 1989 : *Les fluctuations internationales de 1890 à nos jours*, Economica.

VIDAL J.F., 1993 : « L'investissement international, le cycle de Kuznets et la grande dépression de la fin du XIX^e siècle », *Etudes et Documents, Comité pour l'histoire économique et financière*.

VIDAL J.F., 1994 : « Economie dominante et fluctuations internationales : le cas du Royaume-Uni entre 1886 et 1913 », *Colloque d'Economie historique*, Paris, 1-2 Décembre.

VILLA P. , 1995 : « Quelques faits saillants après les crises du SME », *Economie Internationale*, n° 65, 3^e trimestre, pp. 11-50.

WILLIAMSON J., 1994 : « Estimates of FEERS », in WILLIAMSON ed., *Estimating Equilibrium Exchange Rate*, Institute for International Economics.